

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 211 Año 22 – 24 de noviembre de 2022

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

EL DATO DEL MES

Tipo de cambio. El 17 de noviembre el dólar contado con liquidación (“CCL”) cotizó a \$334,8, el nivel máximo registrado desde la crisis de julio de este año.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina: complicándose. El gobierno endureció las restricciones a las importaciones y a las compras de divisas, pero enfrenta dificultades crecientes para cancelar los pagos de la deuda pública. La persistente emisión de dinero y de deuda del BCRA en un contexto de desaceleración de la actividad, suba de tarifas públicas y salarios, y contracción de la demanda de moneda local y de deuda pública conduce a más presión a la suba de los tipos de cambio paralelos, de la inflación y de las tasas de interés, junto a un enfriamiento de la actividad económica y, probablemente, el inicio de una prolongada recesión.

La inflación en el mundo no cede. Los mercados financieros reaccionaron favorablemente al dato de inflación de octubre en EE.UU., inferior al esperado. Sin embargo, la lucha contra la inflación está lejos de haber sido ganada y podría ser mucho más larga y dolorosa que lo que anticipan los pronósticos optimistas.

Criptoactivos en la mira. La plataforma de FTX, una de las más grandes del mundo, se declaró en quiebra. Su valor de mercado cayó a casi \$0, al interrumpir la conversión de criptoactivos por dinero, mientras su fundador y CEO se daba a la fuga. Se abre un escenario incierto a futuro en el que los gobiernos intentarán imponer más regulaciones a este mercado.








LO QUE VIENE

Tarifas eléctricas. El 30 de noviembre se realizará la audiencia pública con empresas transportadoras eléctricas del mercado mayorista. Las empresas solicitarían autorización para un aumento de 70%. En diciembre el Gobierno además reducirá los subsidios a la energía eléctrica un 40% y otro 20% a partir de febrero del año próximo, de modo que 5 millones de usuarios dejarán de estar subsidiados a partir de marzo de 2023.

La guerra en Ucrania. La extensión de la guerra entre Rusia y Ucrania, ya con material bélico de terceros países, llevará a nuevas perturbaciones en el precio de la energía y el comercio mundial. Para algunas estimaciones privadas la continuidad del conflicto y precios de hidrocarburos superiores en un 25% sobre los niveles de preguerra, conducirán a una baja del crecimiento económico mundial de 0,7% respecto de la estimación del FMI para 2023 (2,7%).

Reserva Federal. Sin signos de reducción de las presiones inflacionarias, para la reunión del Comité de Mercado Abierto del 13 y 14 de diciembre se espera una suba de la tasa de Fondos Federales, probablemente de 0,5 puntos porcentuales, levemente por debajo de las últimas cuatro subas de 0,75 puntos porcentuales.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE OCTUBRE DE 2022

	2022				Tendencia hasta oct. 2022
	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	
IPC Var. % mensual	7,4%	7,0%	6,2%	6,3%	
IPC Var. % interanual	71,0%	78,5%	83,0%	88,0%	
Industria % uso capacidad instalada	67,9%	69,6%	68,6%	s.d.	estable
	2022				Tendencia hasta oct. 2022
	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	
LELIQ	60,0%	69,5%	75,0%	75,0%	
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	2.398	2.385	2.812	2.625	
IVA DGI Recaudación Mensual Var. % interanual.	79,4%	75,2%	87,5%	119,0%	
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	131,2	138,7	147,3	156,9	
Depósitos en pesos Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	9,3%	3,0%	7,6%	6,3%	
Depósitos en dólares Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	-3,2%	-3,1%	1,6%	1,0%	estable

PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior		
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Octubre 2022	Var. % mensual	6,3%	6,2%		
				Var.% interanual	88,0%	83,0%		
	IPC G.B.A		Octubre 2022	Var. % mensual	6,6%	6,0%		
				Var.% interanual	87,8%	82,9%		
	IPC C.A.B.A		Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Octubre 2022	Var. % mensual	7,0%	5,6%	
					Var.% interanual	84,0%	78,4%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Agosto 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	58,0%	66,1%	
	Ventas en Supermercados		Agosto 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	2,5%	2,9%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Octubre 2022	Var.%interanual	14,3%	8,4%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Agosto 2022	Var.% mensual (sin estacionalidad)	0,4%	0,1%	
				Var.% interanual	6,4%	5,9%	
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	PBI		2 do trim. 2022	Var. % abr-jun '22 vs abr-jun '21	6,9%	6,0%	
			IPI Manufacturero	Septiembre 2022	Var.% interanual	4,2%	7,6%
CONSTRUCCIÓN	Uso capacidad instalada			Septiembre 2022	% uso capacidad instalada	68,6%	69,5%
			Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Septiembre 2022	Var.% interanual	5,2%
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP		Octubre 2022		Var % mensual	10,8%
			Var. interanual		119,0%	87,5%	
	Sistema Seguridad Social		Var % mensual		6,5%	4,4%	
			Var. interanual		89,7%	81,7%	
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.		Var % mensual		-4,7%	18,8%	
Var. interanual		86,5%	90,1%				

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Octubre 2022	Nivel (U\$S M)	7.901	7.518	
				Var. % interanual	15,1%	-0,7%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	6.074	7.137	
				Var. % interanual	15,8%	21,3%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	1.827	381	

PANORAMA DE ARGENTINA

DEUDA, DÓLAR Y PRECIOS: HACIA NUEVAS TURBULENCIAS

Héctor Rubini

El gobierno endureció las restricciones a las importaciones y a las compras de divisas, pero enfrenta dificultades crecientes para cancelar los pagos de la deuda pública. La persistente emisión de dinero y de deuda del BCRA en un contexto de desaceleración de la actividad, suba de tarifas públicas y salarios, y contracción de la demanda de moneda local y de deuda pública conduce inequívocamente a más presión a la suba de los tipos de cambio paralelos, de la inflación y de las tasas de interés, junto a un enfriamiento de la actividad económica o, probablemente, el inicio de una prolongada recesión.

1. Puja distributiva y política hacia el ojo de la tormenta

La “pax cambiaria” no logró sostenerse en octubre, y la pérdida de divisas en un contexto inflacionario significa nuevas dudas sobre los márgenes de maniobra del gobierno para sostener el improvisado “plan” económico atado al acuerdo con el FMI.

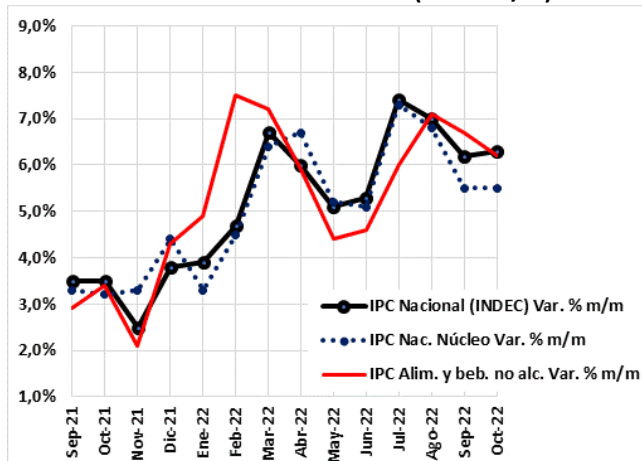
Además de la falta de superávit fiscal permanente y de generación de divisas netas (superávit de la balanza de pagos) también permanente, el acuerdo con el FMI requiere un ajuste de tarifas públicas para reducir la brecha fiscal. Esto es lo que cuenta con la aprobación implícita de los tenedores de bonos, permite mejorar la posición financiera neta del sector público en el corto plazo, y cierta aproximación (en línea con el acuerdo con el FMI) a niveles admisibles de solvencia fiscal. Sin embargo, los ajustes son más graduales que lo insinuado en agosto y no se prevé ninguna reducción o eliminación de los impuestos incorporados a las tarifas públicas y otros precios regulados. Si bien marca el inicio de una demorada reducción de subsidios superfluos y de distorsiones de precios, impacta en la inflación mensual, y más que una sustitución de ingresos vía subsidios por ingresos vía pagos de los usuarios significa una transferencia extra de ingresos, fundamentalmente de los consumidores de ingresos medios a las empresas de servicios.

El balance entre las presiones explícitas o implícitas entre las demandas de los sectores de ingresos medios y bajos, no totalmente representables por lobbies de grupos de presión organizados y la exigencia de solvencia fiscal de acreedores internos y externos no parece estar debidamente resuelta. Agrega presiones políticas sobre el equipo económico, y este a su vez, no acierta con sostener políticas con efecto impacto inmediato en materia de atracción de inversión extranjera directa, creación de oportunidades laborales, y políticas macroeconómicas percibidas como coherentes, creíbles y sostenibles.

Si bien la inflación mensual se ha desacelerado entre agosto y octubre, el indicador de expectativas de inflación de la universidad Torcuato Di Tella muestra una inequívoca aceleración:

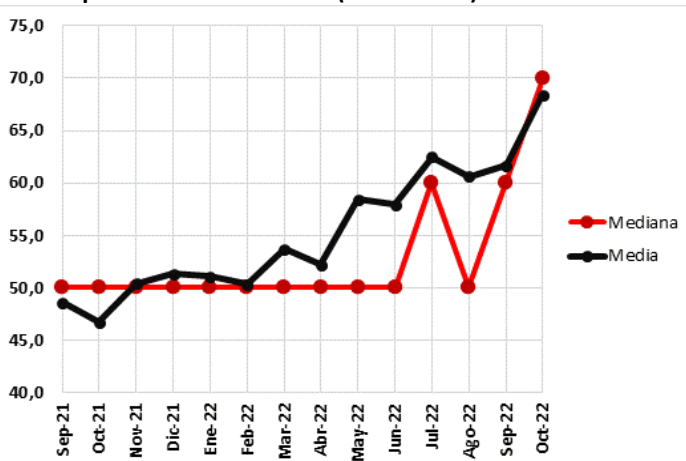
CUADRO 1: INFLACIÓN ACTUAL Y ESPERADA EN ARGENTINA

1.a. Índice de Precios al Consumidor (var.% m/m)



Fuente: INDEC

1.b. Expectativas de inflación (Var% anual)

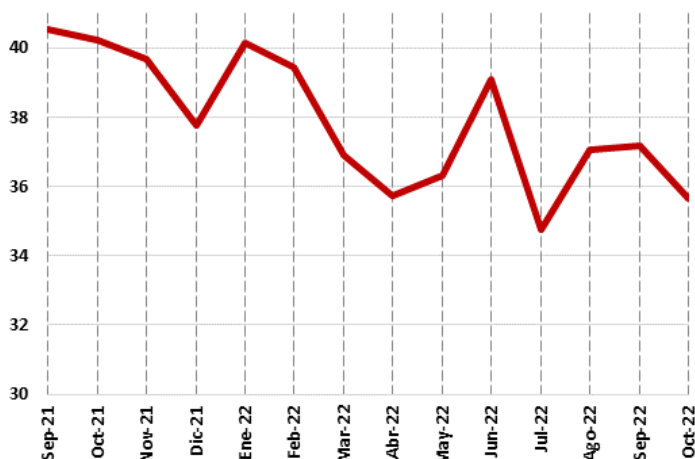


Fuente: UTDT.

Las expectativas no son positivas. Los hogares no confían en la preservación de sus ingresos reales y desde fines del año pasado se mantiene una persistente tendencia a la baja del índice de confianza de los consumidores de la UTDT. Paralelamente,

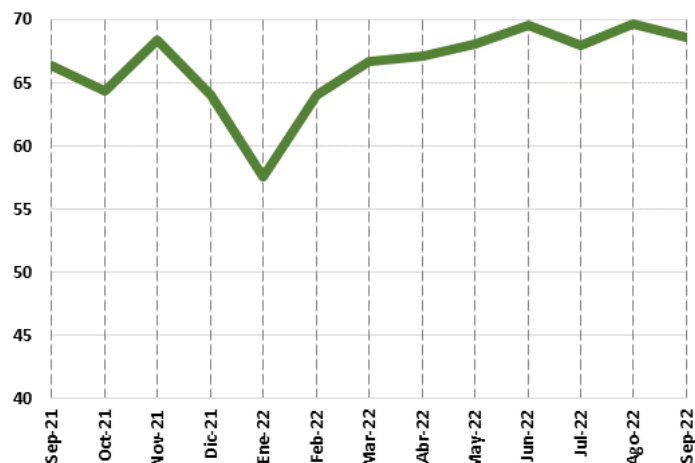
uno de los principales indicadores del ritmo de actividad, el porcentaje de uso de la capacidad instalada de la industria manufacturera se ha estancado por debajo del 70%:

GRÁFICO 2: INDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES



Fuente: UTD

GRÁFICO 3: USO DE CAPACIDAD INSTALADA DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA



Fuente: INDEC

La actividad y el empleo probablemente sigan en un sendero frágil dado el impacto negativo que ha tenido la implementación del llamado SIRA (Sistema de Importaciones de la República Argentina): un mecanismo burocrático de autorización de divisas para importaciones de la Secretaría de Comercio, superpuesto a los controles del BCRA y de la AFIP y a las licencias de importaciones.

La dificultosa operatividad del nuevo sistema, más las demoras para obtener licencias de importaciones y liberar contenedores, así como los plazos (en torno de 180 días) para acceder con cierta certeza a divisas para pagar importaciones, están conduciendo a un escenario complicado. Varias empresas de diversos rubros han comenzado a reducir su nivel de producción y a suspender personal por la imposibilidad de importar insumos indispensables a tiempo y en los tiempos que requieren los procesos productivos. La falta de insumos, que se habría agudizado en los últimos 60 días probablemente se profundizará en lo que resta del año, lo que torna nuevamente realista la expectativa de desabastecimiento crónico de una amplia variedad de bienes de intermedios, de capital y de consumo a partir de las próximas semanas, además de una profundización del ya visible deterioro de la calidad y *packaging* de cada vez más productos manufacturados de producción local.

2. ¿Hacia una crisis fiscal e inflacionaria inevitable?

El objetivo del Gobierno es el de evitar una abrupta devaluación, pero para ello se requiere incrementar la oferta de exportaciones. Algo dificultoso si se bloquea la importación de insumos que nos producen en el país, ni hay perspectivas de

inversiones para su producción local. Pero a esto se suma el factor climático: el 2022 es el tercer año consecutivo con menos lluvias que las requeridas para al menos reponer los cultivos de la región pampeana, tanto para cereales y oleaginosas, como para forrajes. Según la Bolsa de Comercio de Rosario la cosecha de trigo que debería estar ya iniciándose, permitiría obtener apenas 13,7 millones de toneladas, lo que significaría una caída de 42% respecto de la campaña del año pasado, y una caída del ingreso de divisas por exportaciones para el año próximo de U\$S 1.575 millones respecto de 2022.

Las lluvias recientes no alteran dicho panorama. No han sido regulares, ni es claro que marquen el inicio de una normalización de precipitaciones pluviales, de modo que también prevalecen las perspectivas negativas sobre la siembra de la cosecha gruesa (maíz, sorgo, soja, girasol) que está en sus inicios. A esto se ha sumado una serie de heladas tardías y jornadas en extremo frías en los primeros días de este mes en la zona de Cuyo, y en algunas zonas también tormentas de granizo. Una combinación que ha provocado serios daños en cultivos de hortalizas, verduras, frutas y vid. Para el mercado interno, esto puede implicar una aceleración de la persistente inflación en los precios de alimentos y bebidas, y para la autoridad monetaria, en particular, mayores dificultades para obtener las divisas requeridas para cumplimentar con las metas y pagos a organismos internacionales.

Esto último está nuevamente en la mira por una razón básica fundamental: la persistencia de los excesivos controles al comercio exterior, al movimiento de capitales y a la compra de divisas tornarán aun más dificultoso para el BCRA obtener divisas para que el Estado cumpla con sus compromisos externos. El tipo de cambio preferencial para exportaciones de oleaginosos permitió incrementar el ingreso mensual de divisas al mercado oficial de cambios por exportaciones de U\$S 7.541 M en agosto a U\$S 12.891 M en septiembre, mientras los resultantes de importaciones cayeron de U\$S 6.197 M a U\$S 5.943 M. De esa forma el BCRA logró acumular divisas comprando en el mercado U\$S 4.966 M, superando la salida de reservas internacionales por pagos a organismos internacionales por U\$S 2.928 M y otros U\$S 1.147 M por otros conceptos. Cabe observar que el “éxito” de septiembre no reflejó aumento de exportaciones ex post, sino el adelanto ex ante de exportaciones futuras. Las cifras del BCRA son base caja, mientras que la del INDEC son base devengado (de exportaciones ex post). Estas últimas indican que en septiembre las exportaciones fueron por U\$S 7.518 M, cifra inferior en U\$S 5.373 M al ingreso de divisas registrado en el mercado oficial por exportaciones en ese mes.

Septiembre cerró así con un incremento bruto de reservas internacionales de U\$S 899 M. En octubre el BCRA vendió U\$S 498 M, y acumuló U\$S 1.333 M, fundamentalmente por el ingreso de U\$S 3.854 M del FMI. En lo que va de este mes, entre el 1° y el 16 de este mes, el BCRA perdió U\$S 886 M, luego de vender en el mercado de cambios U\$S 924 M.

La presión compradora llevó a las autoridades a exacerbar el control de cambio creando nuevos tipos de cambio para pagos de diverso tipo en moneda extranjera. Descontando impuestos y tomando en cuenta los destinos, ya hay al menos unos 42 tipos de cambio específicos con diverso nombre, con valores entre el tipo de cambio oficial mayorista y el máximo alternativo (habitualmente el paralelo o el Contado con Liquidación (“CCL”) o el del Mercado Electrónico de Pagos (“MEP”)). La percepción general es que hay un incipiente proceso de redolarización de carteras, con mayor demanda de dólares para pagos de contado como una reducción de la demanda de pesos en línea con expectativas de inflación que siguen inequívocamente hacia arriba.

A esto no han ayudado las sinceras, pero inoportunas, declaraciones del viceministro Gabriel Rubinstein en un seminario del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas (IAEF) celebrado la semana pasada, que coronaron otras previas realizadas unos días antes ante legisladores nacionales cuando ya había afirmado que “hay riesgo de hiperinflación en Argentina”:

- “No se puede liberar el cepo ahora, esto implica altos riesgos”.
- “Devaluar, si lo hacés, tenés que hacerlo sabiendo que te va a salir bien. Si te sale mal es un Rodrigazo”.
- “La dirección es correcta, aunque el camino es sinuoso porque no sabemos a dónde podemos llegar, porque entre otras cuestiones, el desequilibrio monetario nos juega una mala pasada”.
- “No hay conciencia para reducir el gasto”.
- “Va a ser difícil cumplir el Presupuesto el año que viene”.

Como era de esperar en el mercado se puso en serias dudas no sólo la precaria estabilidad cambiaria sujeta con extremos controles de cambio. Circularon rumores sobre el fin de su gestión en el Ministerio de Economía que debió desmentir en redes sociales. A esto se sumó el creciente ruido político tanto el asociado a la evolución de las causas judiciales de Cristina F. de Kirchner, como al episodio de la salud del Presidente Fernández en la cumbre del G-20 en Bali, y al recrudecimiento de las pugnas internas del bloque opositor Juntos por el Cambio, con miras a las elecciones presidenciales del año próximo. Todo esto, junto a una estanflación que podría agudizarse el año próximo (tanto por shocks externos como de política interna) ha fortalecido las dudas sobre la capacidad del Estado para estabilizar la inflación y la presión a la suba del tipo de cambio, y para cumplir sin problemas el calendario de pagos de vencimientos de pagos externos y de deuda interna.

Entre 2023 y 2027 el país deberá reunir/refinanciar poco más de **U\$S 196.000 M** para cumplir con los vencimientos de su deuda pública en pesos y en moneda extranjera. Esta representa el 61% de esos vencimientos y **sobre el subtotal a pagar en moneda extranjera, el 52% (U\$S 62.113 M) se concentran en 2023 y 2024.**

Para 2022, con apoyo del FMI y controles de capitales, cambiarios y al comercio exterior, el gobierno cancelaría los vencimientos en moneda extranjera con el saldo de la balanza comercial (superaría los U\$S 16.000 M). Pero dicha mecánica no sería suficiente para el año próximo con vencimientos de deuda en moneda extranjera equivalentes a más del doble de los de este año. Sin ayuda adicional a la que está recibiendo del FMI ya este año, inevitablemente habrá, o bien una reestructuración de dichos vencimientos, o un evento de default, como ya lo ha advertido una calificadora de riesgo en el mes de octubre¹.

Para el período 2023-27, sobre los vencimientos por U\$S 119.338 M, los correspondientes a letras intransferibles del Tesoro en cartera del BCRA suman U\$S 35.755. El resto (U\$S 83.583 M) se distribuye entre vencimientos por bonos (U\$S 43.072 M), pagos al FMI (U\$S 28.330 M) y a otros organismos (U\$S 12.180 M). El 75% de los pagos a bonistas (U\$S 32.486 M) se concentran entre 2025 y 2027, pero el 66% de los pagos al FMI (U\$S 18.832 M) vencen el año próximo. Con o sin “waivers” en caso de incumplimientos de metas, se torna imposible no renovar esos vencimientos para 2024. Es claro que la próxima administración deberá enfrentar sí o sí el desafío de un nuevo programa con el organismo, y probablemente atado a un programa macroeconómico (monetario, fiscal, cambiario y de precios e ingresos) bastante diferente al actual.

Esto se ha reflejado en una fuerte baja de la demanda de nueva deuda en el mercado que ha obligado al Tesoro a recurrir a colocar bonos en el BCRA:

	Vencimiento títulos	Oferta títulos	Colocación efectiva	% aceptación
7 de noviembre 2022	T2V3 dólar linked	\$ 85.802 M	\$ 62.020 M	72%
	Monto equiv. en dólares	(U\$S 539 M)	(U\$S 389 M)	
8 de noviembre 2022	Letras a Descuento LEDES	\$ 14.297	\$ 5.396 M	38%
	Monto equiv. en dólares	(U\$S 85 M)	(U\$S 34 M)	

Luego el 10 de noviembre 2022 el Tesoro realizó una operación de conversión de títulos de corto plazo (LEDES, LECER, Bono Dólar Linked y BONCER) a bonos duales con vencimiento en junio, julio y septiembre de 2023. La aceptación promedio fue del 61% de los tenedores de esos títulos, **pudiendo el Tesoro reducir vencimientos de noviembre y diciembre de poco más de \$ 1,7 billón (casi U\$S 10.600 M) a \$ 850.000 M (U\$S 5.230 M), de los cuales poco más de la mitad vencen en este mes.** El 18 de noviembre pudo renovar la casi totalidad de los vencimientos de letras y bonos del tesoro por \$ 175.941 M (U\$S 1.080 M). Al cierre de este informe el Ministerio de Economía se aprestaba a renovar vencimientos por \$ 165.000 M (poco más de U\$S 1.000 M), la primera de las cinco últimas fechas de vencimientos por casi \$ 420.000 M.

El calendario de vencimientos de deuda en pesos para 2023 (en \$ M) y su estimación en dólares luce complicado: la suma simple de vencimientos por trimestre de la deuda en pesos supera los U\$S 60.000 M:

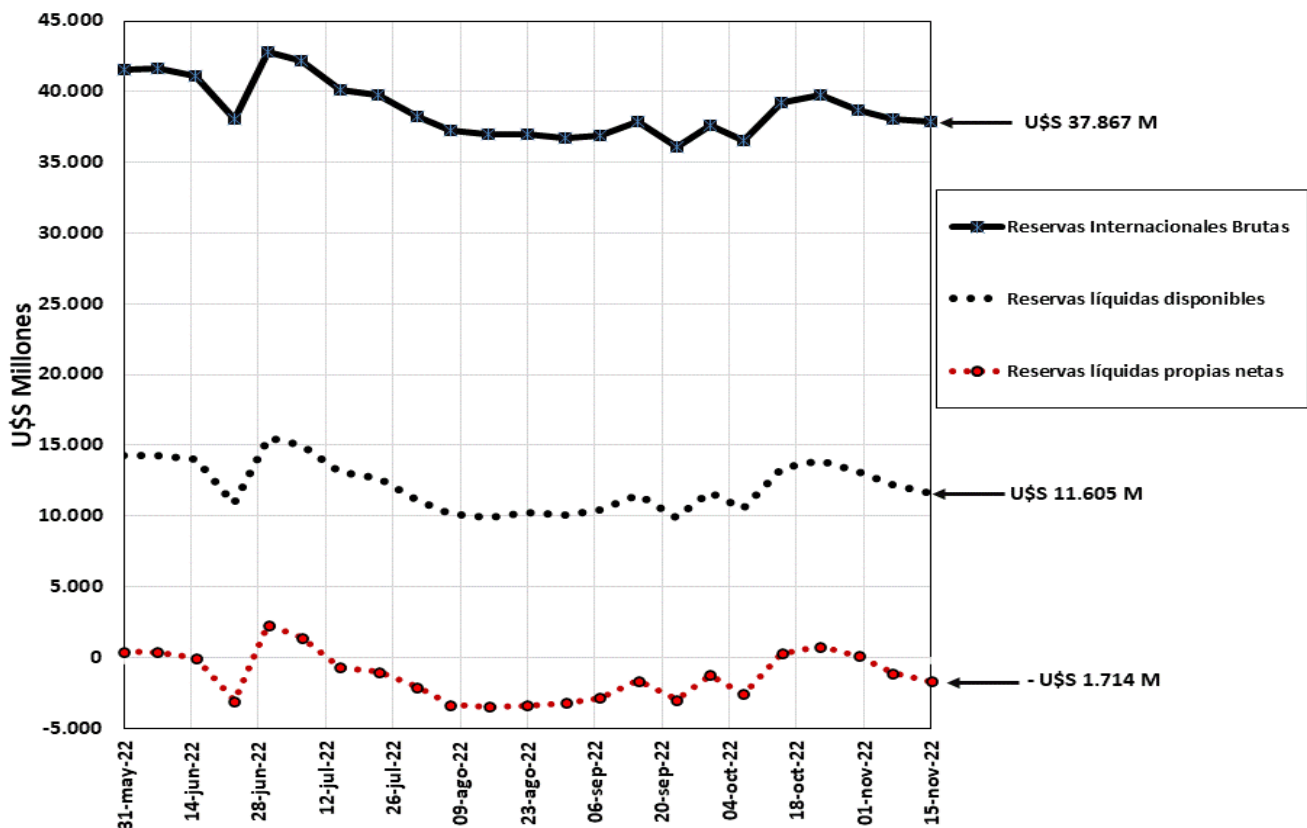
	Indexada por CER	A tasa fija	A tasa variable	Dólar linked	TOTAL
1er trimestre:	\$ 2.714.570 M	\$ 651.320 M	\$ 110.770M	0	\$ 3.476.660 M
(en U\$S)	(U\$S 15.940M)	(U\$S 3.945 M)	(U\$S 670 M)	(0)	(U\$S 20.555 M)
2° trimestre:	\$ 1.380.300 M	\$ 281.520 M	0	\$ 1.199.670M	\$ 2.861.490 M
(en U\$S)	(U\$S 8.360 M)	(U\$S 1.706 M)	(0)	(U\$S 16.015 M)	(U\$S 17.432 M)
3er trimestre:	\$1.328.260 M	0	0	\$ 2.557.540	\$ 3.885.800M
(en U\$S)	(U\$S 8.050M)	(0)	(0)	(U\$S 15.500 M)	(U\$S 23.550 M)
4° trimestre:	\$ 62.000 M	\$ 196.700 M	0	0	\$ 258.700M
(en U\$S)	(U\$S 376 M)	(U\$S 1.190 M)	(0)	(0)	(U\$S 1..566 M)

La futura aritmética para la cancelación de servicios de la deuda en pesos sugiere una renovación de vencimientos acumulados en los primeros dos trimestres **hacia cifras mayores para la segunda mitad de 2023.** Pero las operaciones mencionadas previamente lograron concretarse gracias a compras del BCRA de deuda ajustada por CER desde fines de octubre. Pero esto **lejos está de una operatoria con total “esterilización” de la base monetaria por tales operaciones.** Según los balances semanales del BCRA, entre el 23 de octubre y el 15 de noviembre (último dato publicado por la entidad), el Tesoro colocó en la autoridad monetaria letras intransferibles en dólares por \$ 509.719 M. A su vez, el BCRA compró títulos en pesos por otros \$ 185.999 m, de los cuales \$ 97.476 M correspondieron a compras al Tesoro. Pero en dicho período la base monetaria en términos

¹ Ver IEM del mes anterior.

netos aumentó en \$ 221.812 M, y también la deuda onerosa del BCRA por letras y pases pasivos por otros \$ 248.506 M. Pero, por otro lado, las reservas internacionales brutas retornaron a un sendero de caída desde el 23 de octubre, y el stock de reservas netas "propias" ha retornado a niveles negativos (entre - U\$S 1.100 M y - U\$S 1.800 M), muy lejos de los requerido (sin ayuda externa extra) para afrontar los vencimientos de deuda del año próximo sin incurrir en alguna forma de "default event".

GRÁFICO 4: RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA.



Reservas líquidas disponibles: Reservas brutas menos swap de china y DEGs del FMI.

Reservas líquidas propias netas: Reservas líquidas disponibles menos encajes en U\$S y pases pasivos en U\$S con bancos locales.

Fuente: elaboración en base a datos del BCRA.

Esto sugiere por un lado una retracción de la demanda de títulos por parte del mercado, y a su vez una percepción de que esta suerte de baja de la demanda de títulos enfrenta un escenario de exceso de oferta de dinero. Resultado tanto de las presiones sobre los precios del exceso de demanda de bienes, como de las expectativas de mayor emisión monetaria asociada al incremento permanente del stock de letras del BCRA que pagan una tasa nominal anual de 75% (efectiva: 107,4%). Adicionalmente, ya se descuenta un fuerte aumento de tarifas públicas en diciembre y enero, la demanda de dólares presionará, de manera permanente, a la suba del tipo de cambio, y también sobre los precios.

Los mercados financieros lo vienen descontando, y el giro hacia activos en moneda extranjera (inevitable con este marco de expectativas) del sistema financiero se ve fortalecido por el exceso de demanda de divisas en los mercados CCL, MEP y Blue, para acceder a divisas para cancelar pagos por importaciones. El torniquete regulatorio torna inviable (aparentemente) la sobrefacturación de importaciones, pero esto lleva a proyecciones de un año 2023 que convergen a escenarios con:

- Inflación, tipo de cambio y tasas de interés más altas.
- Aceleración de la emisión de dinero y de pasivos onerosos del BCRA.
- Aumento de la brecha de los diversos tipos de cambio paralelos respecto del oficial mayorista.
- Dificultades del Tesoro para asegurarse financiamiento en caso de una baja de la actividad y de las exportaciones, y una aceleración de la inflación.
- Dificultades para cumplir las metas con el FMI.
- Acumulación de vencimientos de la deuda pública de corto plazo en el segundo semestre de 2023.
- Riesgo de un desborde de emisión monetaria para financiar el Tesoro una suba acelerada las tasas de interés.
- Subas de tarifas públicas con impacto directo e inercial en la inflación, de manera permanente, no transitoria.

i) Acuerdos de subas de salarios superiores al 120% anual.

CUADRO 1: RESERVAS INTERNACIONALES, PASIVOS Y ACTIVOS DEL BCRA, TIPOS DE CAMBIO (PESOS POR DÓLAR) Y RIESGO PAÍS.

Unidad	Concepto	07-oct-22	15-oct-22	23-oct-22	31-oct-22	07-nov-22	15-nov-22	Var. acum. 23 oct a 15 nov	
I	U\$S M	Reservas Internacionales Brutas	36.547	39.263	39.737	38.676	38.014	37.867	-1.870
		<i>Var. semanal</i>	-1.078	2.716	474	-1.061	-662	-147	
II	U\$S M	Swap China	18.267	18.093	18.025	17.801	17.983	18.461	-472
III	U\$S M	Préstamo BIS	3.239	3.240	3.240	3.241	3.241	3.242	7
IV	U\$S M	DEG FMI 2021	410	406	405	409	410	419	-15
V	U\$S M	DEG FMI 2022	4.140	4.140	4.140	4.140	4.140	4.140	-41
VI= I -(II+ III+IV+V)	U\$S M	Reservas líquidas disponibles (a)	10.491	13.384	13.926	13.086	12.239	11.605	-4.016
VII	U\$S M	Encajes dep. en U\$S	11.234	11.328	11.365	11.198	11.579	11.544	-258
VIII	U\$S M	Pases pasivos en U\$S con Bcos.	1.847	1.795	1.777	1.784	1.783	1.774	18
IX = VI - VII - VIII	U\$S M	Rvas. líquidas propias netas (b)	-2.589	261	784	105	-1.123	-1.714	-3.776
	U\$S M	<i>Var. semanal</i>	-1.319	2.850	523	-679	-1.227	-591	-3.776
	U\$S M	<i>De org. internac.</i>	2	3	4	5	6	7	-1.297
	U\$S M	<i>Resto</i>	-1.321	2.847	519	-684	-1.233	-598	-2.479
		<i>Item de memorandum: stock de oro BCRA</i>	3.396	3.263	3.276	3.244	3.327	3.516	-190
		<i>Var. semanal</i>	97	-133	13	-33	83	189	-190
\$ / U\$S		Dólar CCL	307,1	312,9	303,6	307,4	303,5	319,1	42,0%
\$ / U\$S		Dólar MEP	293,3	299,0	290,6	293,9	289,8	302,1	39,0%
\$ / U\$S		Dólar Blue	277,0	290,0	291,0	290,0	290,0	302,0	44,2%
\$ / U\$S		Dólar oficial mayorista	149,2	151,6	153,8	156,9	159,3	162,1	14,0%
		Brecha CCL vs. oficial	105,8%	106,4%	97,4%	95,9%	90,5%	96,8%	
		Brecha MEP vs. oficial	96,6%	97,2%	88,9%	87,3%	81,9%	86,3%	
		Brecha Blue vs. oficial	85,7%	91,3%	89,2%	84,8%	82,0%	86,3%	
\$ M		Base monetaria (c)	4.312.375	4.137.413	4.176.078	4.298.889	4.413.457	4.397.890	221.812
\$ M		Letras y pases pasivos BCRA (d)	8.508.986	8.709.922	8.806.042	8.898.886	8.899.090	9.054.549	248.506
\$ / U\$S		Pasivos BCRA/Reservas disp. [(c) + (d)]/(a)	1.222	960	932	1.009	1.088	1.159	
\$ / U\$S		Base Monetaria/Reservas disp. (c)/(a)	411	309	300	329	361	379	
\$ M		Var. stock títulos públicos negociables del BCRA (\$ M)	61.817	-25.163	98.062	197.628	-651	-11.378	185.599
		Var. stock letras intransferibles en cartera del BCRA (\$ M)	148.704	147.860	133.426	187.782	148.748	173.190	509.719
		Var. total títulos públicos en pesos en cartera del BCRA (\$ M)	210.871	122.536	231.913	385.586	148.541	162.543	696.670
p.b.		Riesgo país (EMBI Arg.) en p.b.	2.768	2.800	2.646	2.625	2.543	2.385	

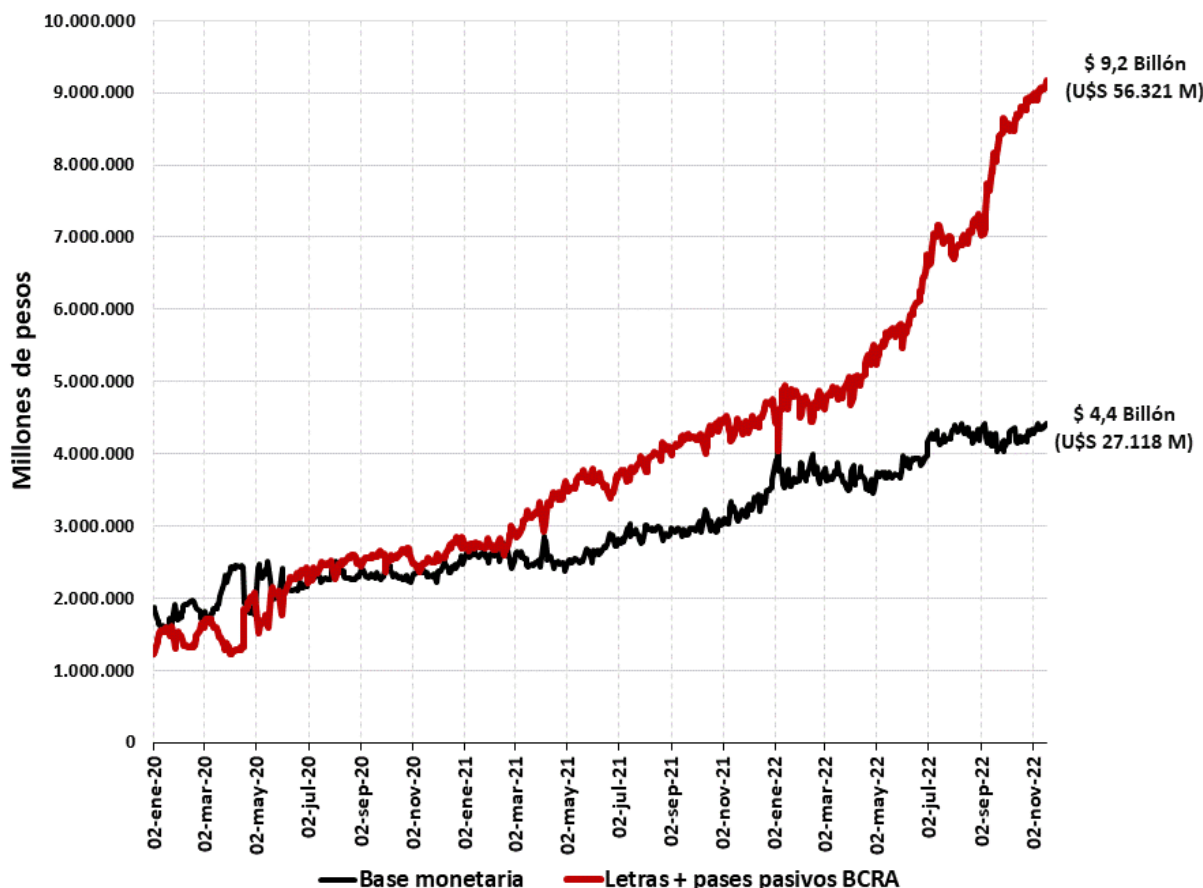
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y bancos privados.

En este marco es que en los últimos días han emergido diversos interrogantes, lamentablemente sin respuesta fácil al menos hasta bien entrado el año próximo:

1. ¿Por cuánto tiempo se sostendrán las trabas a las importaciones si caen la actividad y las ventas?
2. ¿Cómo lograr financiamiento voluntario externo si no se cumplen las metas del FMI?
3. ¿Si cae la cosecha gruesa por la sequía, seguirá el Gobierno con la misma política cambiaria actual?
4. ¿Es evitable una devaluación de la moneda antes de diciembre del año próximo? Y si no, ¿cuán ordenada o desordenada sería?
5. ¿A qué velocidad aumentarán en 2023 los precios de bienes, tarifas públicas, salarios, tipo de cambio, combustibles, precios regulados?

No hay forma de dar una respuesta precisa a ninguna de estas preguntas. La realidad sigue sujeta a una serie de presiones internas y externas cuyo final es absolutamente incierto **y en medio de crecientes tensiones políticas y conflictividad social, a medida que se acerquen, inexorablemente, las elecciones presidenciales de octubre de 2023.**

GRÁFICO 5: BASE MONETARIA Y PASIVOS REMUNERADOS (LETRAS Y PASES PASIVOS) DEL BCRA (02/01/20 HASTA 17/11/22)



Fuente: BCRA.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: MUY TEMPRANO PARA CANTAR VICTORIA

Jorge Viñas

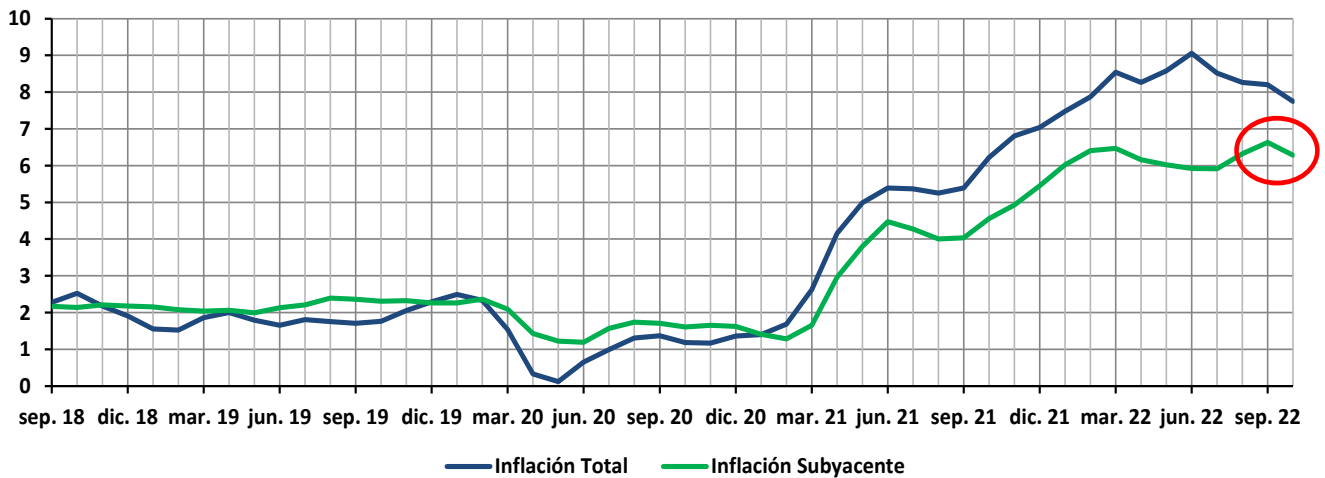
Los mercados financieros reaccionaron favorablemente al dato de inflación de octubre en EE.UU., inferior a lo esperado. Sin embargo, la lucha contra la inflación está lejos de haber sido ganada y podría ser mucho más larga y dolorosa que lo que anticipan los pronósticos optimistas.

1. EE.UU.: Luego de varias sorpresas negativas, la Inflación de octubre sorprende favorablemente

En octubre, la inflación minorista arrojó una variación del 0,4% mensual y del 7,7% interanual, frente a estimaciones de 0,6% mensual y 7,9% interanual según el consenso relevado por Bloomberg, lo que implica una desaceleración mayor a lo esperado en la inflación interanual respecto al 8,2% registrado en septiembre. Si bien la inflación interanual tocó un máximo en junio y desde entonces muestra una incipiente tendencia a la baja, en octubre la desaceleración no se explica como en los meses anteriores sólo por una menor contribución de los rubros de energía y alimentos, siempre volátiles, sino principalmente por el comportamiento mejor a lo esperado de la inflación subyacente. En efecto, la inflación subyacente registró en octubre una variación del 0,3% mensual y del 6,3% interanual, que comparan con la estimación de 0,5% mensual y 6,5% interanual según el consenso de Bloomberg.

Como se observa en el gráfico 6, la inflación subyacente venía de tocar un máximo de 6,6% en septiembre, luego de dos meses consecutivos con variaciones mensuales de 0,6% que decepcionaron las expectativas de desaceleración que se habían formado hacia mitad de año.

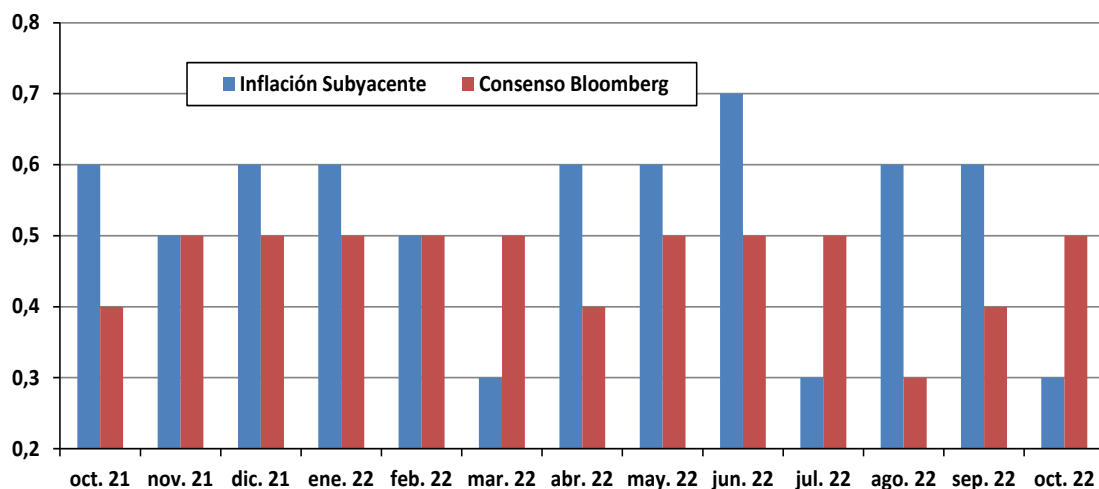
GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN MINORISTA – VARIACIÓN INTERANUAL (%)



Fuente: Bloomberg

En el último año la inflación subyacente ha mantenido en la mayoría de los meses un ritmo de entre 0,5% y 0,7% mensual, que implica un ritmo anualizado superior al 6%, con la excepción de marzo y julio en que se registró 0,3% igual que el último dato de octubre. También en la mayoría de los casos, los datos mensuales publicados superaron las estimaciones del consenso de Bloomberg (véase el gráfico 7).

GRÁFICO 7. EE.UU. INFLACIÓN SUBYACENTE EN EL ÚLTIMO AÑO - VARIACIÓN MENSUAL (%)



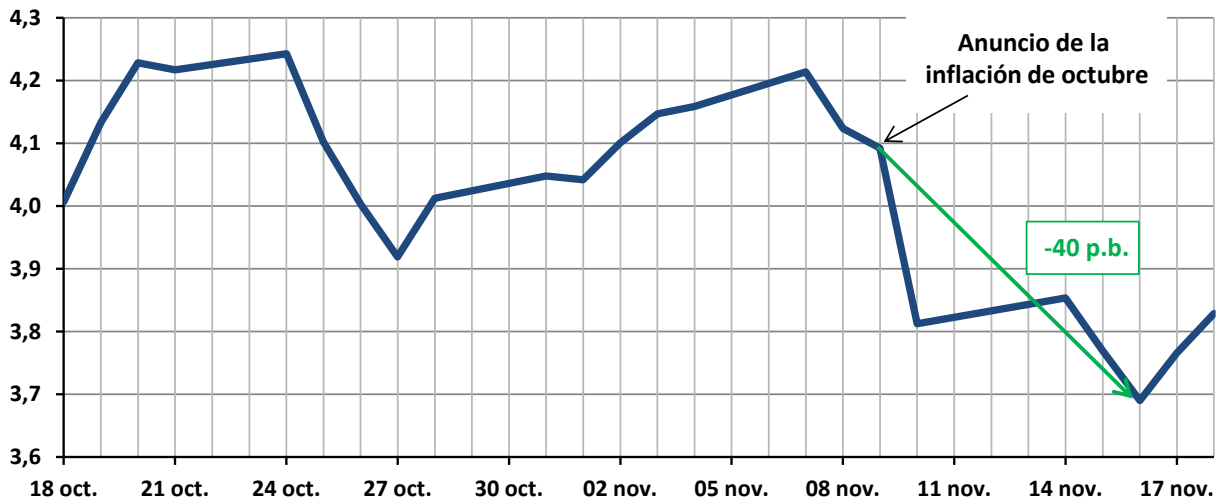
Fuente: Bloomberg

Entre los factores que explican la desaceleración de la inflación subyacente en octubre se destaca la baja de precios en ciertas categorías de bienes. Entre los bienes que bajaron de precios, sigue sobresaliendo la categoría de autos usados, donde los precios se están normalizando luego del fuerte aumento que experimentaron en 2021 ante la falta de oferta de autos nuevos. Se trata de algo totalmente esperado teniendo en cuenta el restablecimiento pleno de la oferta de autos nuevos en el transcurso de 2022. En octubre, se sumaron otras categorías con bajas de precios, como amoblamiento e indumentaria, a medida que se acentúa la tendencia de los consumidores a sustituir el consumo de bienes por el de servicios con el retorno a la normalidad post-pandemia. Esto hace que los precios de los servicios en general mantengan un sesgo alcista. Sin embargo, en octubre algunas categorías de servicios, como los servicios médicos o los pasajes aéreos, mostraron una desaceleración que no necesariamente es extrapolable hacia adelante, especialmente el caso de los pasajes aéreos ahora que comienza la temporada alta de vacaciones de verano. Otras categorías de servicios relevantes muestran variaciones de precios sostenidas. En especial, la categoría de servicios relacionados con la vivienda (alquileres y renta imputada de los propietarios), que representa casi un

tercio del índice general de precios y más del 40% del índice subyacente, registró en octubre una variación mensual del 0,75% igual a la de septiembre.

Los mercados financieros reaccionaron favorablemente al dato de inflación de octubre, pero el rebote pronto empezó a diluirse. En los días siguientes a la publicación del dato de inflación de octubre, el 10 de noviembre, las tasas de retorno de los bonos del Tesoro de EE.UU. retrocedieron, con la tasa a 10 años bajando 40 p.b. (véase el gráfico XX), mientras que los principales índices accionarios alcanzaron su nivel más alto desde principios de septiembre. También se redujeron las primas de riesgo de los bonos corporativos tanto de emisores de grado de inversión como de baja calidad crediticia. Al mismo tiempo, la disminución en las tasas propició una reversión parcial de la fortaleza que venía exhibiendo el USD frente a otras divisas. El DXY, que mide la evolución del USD frente a una canasta de divisas de países desarrollados ponderadas por su participación en el comercio de EE.UU., cayó un 4% a su menor nivel desde agosto. Sin embargo, con el correr de los días el entusiasmo inicial empezó a diluirse y, al cierre del viernes 18, parte de la mejora en los distintos mercados se había revertido.

GRÁFICO 8. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE RETORNO DEL BONO DEL TESORO A 10 AÑOS EN EL ÚLTIMO MES (%)



Fuente: Bloomberg

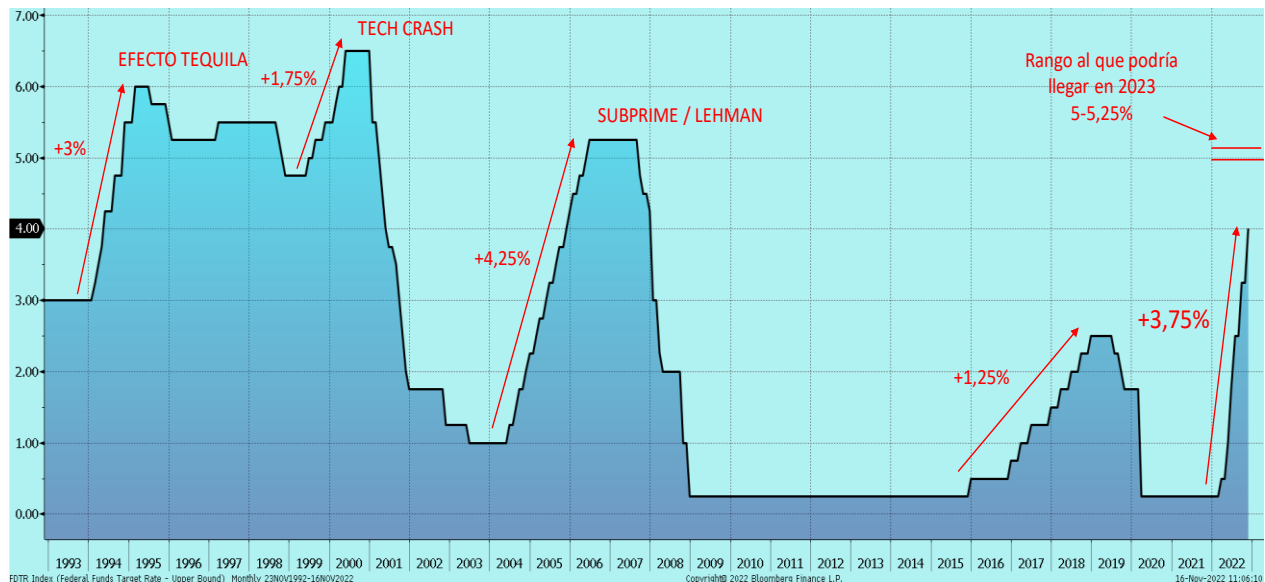
El alivio en los mercados financieros estuvo asociado a que la inflación de octubre alimentó especulaciones de que la Fed podría frenar el proceso de suba de tasas antes de lo previsto. En la conferencia de prensa posterior a la reunión de la Fed a principios de noviembre, cuando se decidió una suba de la tasa de Fondos Federales de 75 p.b. por cuarta reunión consecutiva al rango de 3,75-4,0%, Powell dejó abierta la posibilidad de empezar a reducir el ritmo de suba de tasas a partir de la próxima reunión de diciembre. Pero al mismo tiempo alertó que, ante la persistencia que está mostrando el proceso inflacionario, la suba de tasas podría extenderse en el tiempo y alcanzar un pico más elevado que el rango de 4,50-4,75% pronosticado en las últimas proyecciones de los miembros de la Fed publicadas en septiembre, dando a entender que podría superar el 5%. En este contexto, la desaceleración de la inflación en octubre fue interpretada por algunos como una confirmación de que en la reunión de diciembre la suba de tasas será de 50 p.b., y que el proceso de suba de tasas podría interrumpirse a principios de 2023, dando lugar a un cambio de tendencia de la política monetaria ("pivot") a mediados de 2023.

Si bien la disminución del ritmo de suba de tasas a 50 p.b. parece razonable, la expectativa de que la suba de tasas frene a principios de 2023 parece demasiado optimista. Incluso, si la Fed decidiera seguir dicho camino, podría tornarse peligroso y contraproducente:

- Un dato de inflación aislado no asegura un cambio de tendencia.
- Aunque empiece a descender, la inflación interanual continuará no solo por encima de la meta oficial, sino también por encima de la tasa de interés, que sigue siendo negativa en términos reales.
- Cuanto más tiempo la inflación permanezca por encima de la meta, mayor es el riesgo de que las expectativas inflacionarias se desanclen, dañando la reputación de la Fed y tornando aún más difícil controlar la inflación
- El mercado laboral se mantiene muy firme y continúa siendo un factor que alimenta presiones inflacionarias.
- El sector inmobiliario está empezando a sentir el impacto de las elevadas tasas hipotecarias, con incipientes caídas en el precio de las propiedades. Sin embargo, existe un rezago de varios meses antes de que las baja en los precios de las propiedades se traslade a una desaceleración de precios de alquileres y rentas imputadas de los propietarios.

Todo esto apunta a que la Fed debería mantener el sesgo restrictivo de la política monetaria hasta asegurarse que la inflación ha entrado en un sendero de convergencia hacia la meta del 2%, lo que parece difícil que ocurra antes de mediados de 2023. Esto mantiene elevado el riesgo de que la economía caiga en recesión en el transcurso del año próximo. La mayoría de los procesos de suba de tasas de los últimos 30 años de magnitud similar al actual terminaron en situaciones recesivas o en alguna crisis de financiera de gran impacto (véase el gráfico 9).

GRÁFICO 9. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE FONDOS FEDERALES EN LOS ÚLTIMOS 30 AÑOS



Fuente: Bloomberg

Si bien es muy difícil anticipar donde se producirá el foco de una crisis, generalmente se produce en sectores que han atraído mucho capital en los años previos y se han revalorizado a gran velocidad. Desde esta perspectiva, el sector de las criptomonedas y los activos digitales podría ser un candidato. Hay que ver si la debacle de FTX, que dejó pérdidas por u\$s 9.000 millones, logra ser contenido o provoca un efecto contagio mucho más amplio. De un modo u otro, parecería ser que las conexiones del mundo cripto con la economía real son menores que las de sectores afectados en crisis anteriores, como el sector tecnológico en 1999-2000 o el sector inmobiliario en 2007-2008, por lo que el contagio a la economía real debería ser mucho más acotado. Sin embargo, las ramificaciones y las interrelaciones ocultas entre distintos sectores muchas veces salen a la luz luego que estalla la crisis.

Por el momento, asumir que el dato de inflación es el inicio de un proceso de desinflación que llevará a la Fed a frenar la suba de tasas y permitirá que la economía de EE.UU. alcance un "soft-landing", suena tan optimista como el argumento de la "inflación transitoria" que imperó en 2021 y que derivó en la compleja situación actual.

2. Europa: Con poco margen para evitar la recesión

Las medidas adoptadas para almacenar gas y limitar el aumento de las tarifas de gas y electricidad han contribuido a contener la crisis energética. Entrando al invierno boreal, el panorama energético en Europa no luce tan catastrófico como se temía unos meses atrás, ante la perspectiva de que la guerra entre Rusia y Ucrania se extendiera en el tiempo y continuara restringiendo la provisión de gas desde Rusia, como efectivamente está ocurriendo.

Por un lado, las medidas para almacenar gas en forma preventiva han llevado las reservas de gas al 90% de su nivel normal para esta época del año, propiciando un descenso en los precios mayoristas del gas, que se redujeron a la tercera parte del pico alcanzado en agosto (véase el gráfico 10). Por otra parte, las medidas fiscales adoptadas por los gobiernos de la Eurozona para limitar las subas de tarifas a los consumidores a través de subsidios y topes de precios, a un costo de 4,5% del PIB, han limitado el impacto inflacionario y el deterioro del poder adquisitivo de los salarios, amortiguando la contracción de la demanda interna.

Sin embargo, los indicadores de actividad económica siguen empeorando y la Eurozona va hacia una recesión. La contención de la crisis energética contribuye a evitar que el shock negativo de oferta y de términos de intercambio tenga un

impacto aún más amplificado, pero de todos modos la economía de la Eurozona parece encaminada a la recesión en 2023. La encuesta de actividad PMI muestra que tanto los sectores manufactureros como de servicios están entrando en terreno contractivo, registrando ambos indicadores valores inferiores al nivel crítico de 50 (línea divisoria entre expansión y contracción) desde julio y empeorando mes tras mes. En octubre el PMI Manufacturero descendió a 46,4 de 48,4 en septiembre, mientras que el PMI Servicios bajó de 48,8 a 48,6 en el mismo lapso. Las subas de tasas de interés que viene llevando a cabo el BCE para contener una inflación que en octubre alcanzó dos dígitos (+10,6% interanual), están endureciendo las condiciones financieras que enfrentan empresas y familias, contribuyendo al panorama recesivo. La tasa de política monetaria pasó de 0 a 1,25% y se estima que puede llegar a 2,5% el año próximo.

GRÁFICO 10. PRECIO DEL 1ER. CONTRATO FUTURO DE GAS NATURAL EN EL MERCADO DE AMSTERDAM (EUROS POR MWH)



Fuente: Bloomberg

Ante el alto endeudamiento de los gobiernos y con una crisis energética que generó un deterioro fiscal significativo, las tasas de interés más elevadas limitan aún más el margen de maniobra fiscal y puede provocar inestabilidad financiera en los países más endeudados. Los más sólidos como Alemania cuentan con algún margen de maniobra para políticas contracíclicas. Pero las subas de tasas de interés implican aumentos abultados en la cuenta de intereses de gobiernos que parten de ratios de deuda/PIB superiores al 100%, lo que requiere niveles de resultados primarios más elevados para compensar y evitar que la trayectoria de la deuda soberana se torne insostenible. A esto hay que sumar que los mercados financieros están mostrando muy poca tolerancia ante las perspectivas de un deterioro fiscal significativo, aun cuando la fase negativa del ciclo económico brinde argumentos en favor de políticas fiscales expansivas. Impulsar políticas fiscales contracíclicas adicionales a las ya adoptadas para paliar la crisis energética, en el actual contexto puede tornarse contraproducente al aumentar el riesgo de inestabilidad financiera.

CUADRO 2. INDICADORES FISCALES Y DE DEUDA EN PAÍSES EUROPEOS SELECCIONADOS

% del PIB	Resultado Primario		Resultado Fiscal		Deuda Pública	
	2021	2022e	2021	2022e	2021	2022e
Alemania	-3,1	-2,6	-3,7	-3,3	68,9	68,0
Francia	-5,1	-3,2	-6,4	-4,9	112,6	112,3
Italia	-3,7	-1,4	-7,2	-5,1	150,4	146,3
España	-4,7	-2,3	-6,9	-4,5	118,3	114,2
Reino Unido	-5,8	-4,7	-6,5	-7,4	102,8	102,1

Fuente: Bloomberg

El Reino Unido es un ejemplo claro en este sentido. El paquete fiscal expansivo de Liz Truss, diseñado para amortiguar el impacto negativo sobre los ingresos de la crisis energética, derivó en un episodio de fuerte inestabilidad financiera debido a que el aumento del déficit fiscal y del endeudamiento que generaba fue considerado insostenible por inversores y analistas. El desplome de la libra esterlina y de los bonos del Tesoro británico derivó en la caída del gobierno y la renuncia de Truss a 44 días de asumir. El nuevo gobierno de Rishi Sunak, a través de su ministro de finanzas Jeremy Hunt, anunció un programa de austeridad fiscal, con aumentos de impuestos para empresas e individuos, a pesar de que la economía del Reino Unido ya está entrando en recesión, con una caída del PIB del 0,8% anualizada en el tercer trimestre de 2022.

De esta forma, con perspectivas de tasas de interés en alza y escaso margen para políticas fiscales contracíclicas, la Eurozona se encuentra sin herramientas para evitar una recesión que parece estar llegando inexorablemente, a pesar de los esfuerzos para paliar la crisis energética.

EL COLAPSO DE FTX ABRE UN FUTURO INCIERTO PARA EL MUNDO DE LAS CRIPTOMONEDAS

Leandro Marcarian

La plataforma de criptoactivos FTX, una de las más grandes del mundo se declaró en quiebra. Su valor de mercado cayó a casi \$0, al interrumpir la conversión de criptoactivos por dinero, mientras su fundador y CEO se daba a la fuga. Se abre un escenario incierto a futuro en el que los gobiernos intentarán imponer más regulaciones a este mercado.

El pasado 11 de noviembre FTX se declaró en quiebra bajo el famoso artículo 11 de la ley norteamericana. Este es el más reciente de una sucesión de colapsos financieros que se vienen sucediendo en la industria de las criptomonedas, que parece estar ahora frente a un punto de quiebre.

FTX es un *exchange* de criptomonedas fundado por Sam Bankman-Fried (SBF) en 2019, a sus 28 años. Un “*exchange*” es una plataforma virtual para compraventas de esos activos, que además ofrece servicios de almacenaje de criptoactivos. En este caso FTX era un *exchange* centralizado, porque opera a través de libros de órdenes, en lugar de utilizar *pools* de liquidez, como hacen los *exchanges* descentralizados. Es decir, para cada orden de compra, se le debe contraponer una orden de venta de algún otro miembro del *exchange* de modo que la transacción puede cerrarse. Dicho en forma coloquial, para que alguien pueda comprar, otro tiene que estar dispuesto a vender. El *exchange* se ocupa de unir las puntas, y cobra una comisión por hacerlo.

Otra de las características que poseen los *exchanges* centralizados es que funcionan como billeteras de custodia: los usuarios pueden dejar depositados sus activos en billeteras virtuales dentro del Exchange que a su vez posee las contraseñas para acceder a las billeteras de los usuarios, y por lo tanto, a sus criptomonedas. Como el *exchange* custodia y administra (en rigor, opera y ejecuta las operaciones en nombre del usuario) resulta natural y necesario que tenga acceso a las monedas de los usuarios. Sin embargo, dicha facilidad también puede dar origen a comportamientos poco éticos o fraudulentos, dada la actual falta de regulación.

El colapso de FTX, que llegó a valer USD 32.000 M hasta principios de noviembre, comenzó gracias a un artículo publicado por el portal Coindesk el pasado 2 de noviembre. Dicho artículo reveló ciertas verdades que dejaron a la luz la fragilidad bajo la cual toda la arquitectura financiera de FTX se mantenía. FTX no era solo un *exchange*, sino un conglomerado de empresas separadas que, trabajaban de forma interconectada. La segunda empresa en importancia dentro del ecosistema de FTX era Alameda, un fondo de inversión cuya principal tarea era funcionar como proveedor de liquidez para FTX. Sin embargo, el mercado siempre entendió que ambas empresas eran entidades separadas con poca exposición financiera entre una y otra. De todos modos, lo que hizo saltar las alarmas no fue esto, sino otro descubrimiento. **Coindesk logró tener acceso a parte de los asientos contables de Alameda donde se explicitaba que, dentro de sus activos, contaba con aproximadamente USD 5.000 millones en tokens FTT, la cripto nativa del *exchange* FTX, empresa “madre” del ecosistema. Sobre USD 14.600 millones en activos que poseía Alameda, más de USD 5.000 eran en FTT.**

Al igual que todos los *exchanges*, a los poseedores de la moneda nativa se les ofrecen descuentos en comisiones y otros “beneficios”. El problema con el token FTT es que **no tiene ningún tipo de respaldo o colateral**. Tampoco exige ningún tipo de esfuerzo técnico para su *minado*, como si lo exige, por ejemplo, el Bitcoin. **El FTT puede ser emitido sin ningún tipo de restricción por parte de FTX. El respaldo está dado por el uso que reciba de los usuarios de FTX, lo que significa que, si FTX colapsa por algún motivo, también lo hará su token FTT, y por transitividad, también lo haría Alameda.** Además, solo el 3% de los tokens estaban desbloqueados y listos para ser intercambiados en el mercado. O sea, la empresa mantenía la valuación del token en base a un exceso de demanda artificial creado a través de una escasez de oferta controlada. **Esto sacó a la luz una sobreexposición de Alameda al desempeño de FTX, justamente lo opuesto a lo que el mercado creía, y fue lo que catalizó el pánico en los inversores.**

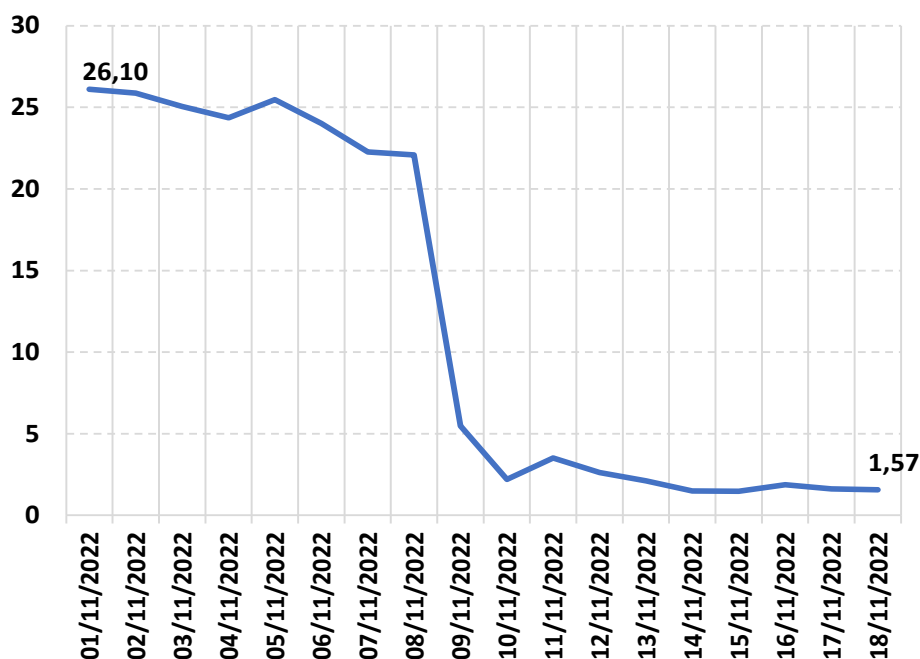
El informe de Coindesk implicaba que **FTX giraba los fondos que poseía (es decir, los fondos depositados por los usuarios de FTX) a Alameda, sin consentimiento de los depositantes. Aproximadamente, unos USD 10.000 M.** Luego, con esos fondos Alameda realizaba inversiones diversas, o los usaba como colateral para conseguir liquidez adicional para FTX.

A diferencia del sistema bancario tradicional, donde existen ciertos requerimientos de reserva para los bancos y otras medidas prudenciales que buscan minimizar el riesgo de los depositantes, en el mundo cripto todo nada de eso existe, al menos hasta ahora. Lo que significa que tanto FTX como Alameda pudieron hacer uso de todo lo depositado en sus billeteras de custodia (el dinero de los depositantes) prácticamente sin control alguno. **Un informe de Reuters asegura que existen entre USD 1.000 millones y USD 2.000 millones que han sencillamente desaparecido.** O sea, aparecen como transferidos desde FTX a Alameda, pero **no están registrados en la información contable de Alameda.**

La irregularidad de este proceso llamó la atención Changpeng Zhao (ZC) del CEO de Binance, que es el principal *exchange* centralizado del mundo y que poseía una parte importante de su cartera en FTT. **Al hacerse eco del informe de Coindesk, CZ anunció el 6 de noviembre que liquidaría esa posición de forma total e inmediata, unos 23 millones de FTT por un valor aproximado de USD 529 millones.**

Dicha declaración causó pánico en el mercado y dio origen a una corrida contra los depósitos de FTX. Se estima que aproximadamente **USD 6.000 millones fueron retirados de FTX en las 72 horas posteriores al anuncio, mientras que el valor de FTT se desplomó desde \$22.27 el 7 de noviembre a \$2.20 el día 10.** Durante ese proceso, Binance declaró haber llegado a un acuerdo no vinculante por la compra de las operaciones ex-USA de FTX, pero se retiró de la mesa de negociaciones el día posterior, aduciendo dudas sobre el manejo de fondos de los clientes por parte de FTX. Esa fue la estocada final para FTX, quien, **tras el retiro de la oferta de compra por parte de Binance, ha impedido el retiro adicional de fondos del *exchange*, mientras su CEO, Sam Bankman-Fried se daba a la fuga.**

GRÁFICO 1. COTIZACIÓN TOKEN FTT, NOVIEMBRE 1 DE 2022 A NOVIEMBRE 18 DE 2022



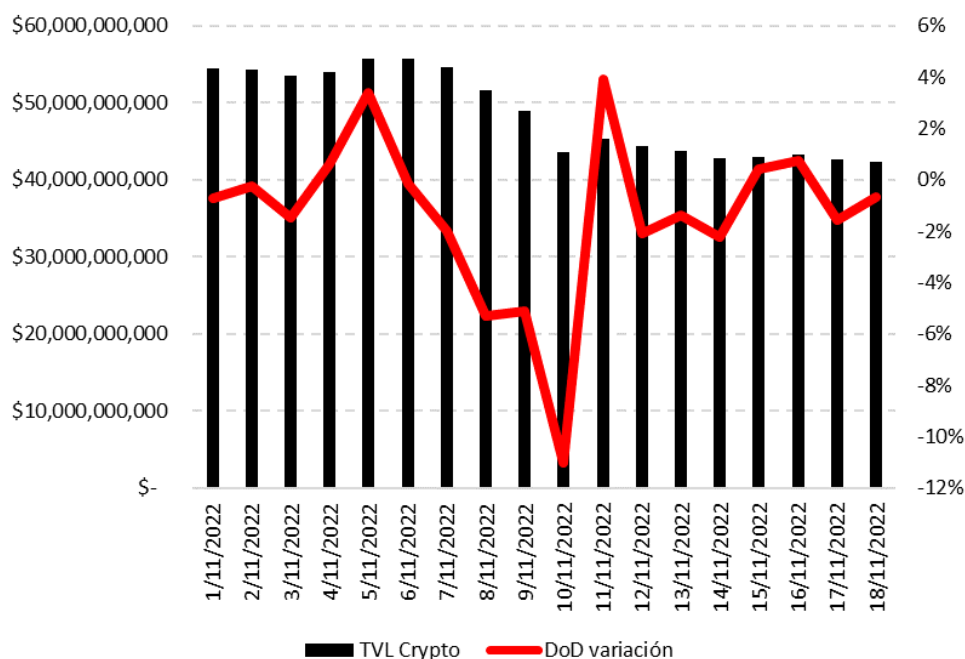
Fuente: elaboración propia en base a Coingecko

El colapso de FTX no solo impactó sobre quienes tenían depositadas sus cripto en el *exchange*, pero en todo el mundo cripto en general. El Total Value Locked (TVL)² en todas las *blockchain*, para todos los tokens existentes, cayó desde USD 55.700 millones el 6 de noviembre a USD 42.000 el 14 de noviembre. Es decir, una contracción del 24%, unos USD 13.000 millones aproximadamente. De esos, USD 2.000 millones corresponden a retiros de *stablecoins*. Este último dato puede entenderse como ha impactado la crisis en el nivel de confianza de los ahorristas cripto, quienes ante una percepción de riesgo relativamente alta, ya no les alcanza con la estabilidad que ofrecen los tokens con tipo de cambio fijo, sino que vuelven al sistema fiduciario tradicional.

A futuro, pueden imaginarse algunas consecuencias de largo plazo que el colapso de FTX tendrá. Desde el punto de vista de los usuarios, ha quedado claramente demostrado que **las billeteras custodiadas no son seguras**. En el mundo cripto se repite más que nunca la frase "si no tenés tu clave, no tenés tus monedas". La frase hace referencia a que, al ceder el control de

los fondos a los *exchanges*, los usuarios/depositantes no son realmente los dueños de esos tokens, sino que es el *exchange*. Es altamente probable que los usuarios decidan de forma permanente mudar sus fondos desde las billeteras custodiadas de los *exchanges* a billeteras no custodiadas, o lo que es lo mismo, ser los únicos concededores de las claves de sus billeteras, haciendo que sea imposible que otros puedan hacer uso de sus activos. Los datos convalidan esta teoría. El 6 de noviembre, el conjunto de *exchanges* ha visto salida de capitales de entre USD 3.000 y USD 7.000 millones diarios, cuando el promedio de los últimos meses rondó los USD 2.000.

GRÁFICO 2. TOTAL VALUE LOCKED Y VARIACIÓN CON RESPECTO AL DÍA ANTERIOR PARA TODAS LAS BLOCKCHAIN, 1° DE NOVIEMBRE DE 2022 A 18 DE NOVIEMBRE DE 2022



Fuente: elaboración propia en base a Defillama.com

Los *exchanges*, deberán mejorar y mucho sus niveles de transparencia. Será una condición necesaria para su supervivencia, dado lo dicho en el párrafo anterior. La confianza será clave para frenar la sangría de clientes, y si tienen suerte, volver a captar a los desencantados. Pero no será tarea fácil. El usuario de criptos se siente defraudado y desencantado con los *exchanges*, ya que actitudes como las de FTX eran parte de las razones por las cuales habían abandonado el sistema bancario tradicional.

Es posible que se desacelere la tasa de adopción de los cryptoactivos. En el público minorista, muchos que eran miembros del ecosistema crypto y tenían posiciones tomadas, las han liquidado, y quienes aún no habían entrado al mercado, dudarán antes de hacerlo, dado el nuevo escenario donde queda claro que los Exchange distan de ser ajenos al riesgo típico del sistema bancario fraccionario. A su vez, los capitales de inversión (*venture capitals*) también están en retirada del mundo crypto. Sumado a la caída de precios que se viene evidenciando desde fines de 2021, el colapso de FTX ha dado un golpe a los inversores, quienes optarán por opciones menos riesgosas, al menos por un tiempo. Por caso, se puede citar un reporte de PitchBook quien estima una **caída interanual en la financiación de proyectos crypto del 37% en el 3er trimestre de 2022.**

Por último, no hay que dejar de mencionar el efecto más significativo para el mundo crypto que el colapso de FTX puede llegar a tener, que es un incremento en la regulación. En Estados Unidos en particular, pero en gran parte de las economías desarrolladas en general, ese suceso ha dado pie a los políticos a pedir mayor regulación para una industria que hasta ahora, se ha manejado relativamente libre. Sin embargo, los reguladores deben ser cuidadosos.

Brian Armstrong, CEO de Coinbase, el principal *exchange* con base en Estados Unidos ha sido claro al respecto. Mientras que él reclama mayor regulación que ofrezca un terreno fértil y seguro para hacer negocios, también marca que las empresas suelen ir hacia territorios menos regulados, por lo que un exceso de regulación opresiva (como la que él cree que existe en Estados Unidos al momento) puede llegar a causar más daño que beneficio, empujando a los *exchanges* a países donde la legislación (y el control de esa legislación) sea más laxa, con el riesgo que eso implica. No hay que olvidar que el 95% del volumen

de transacciones se hacen por fuera de las fronteras de los Estados Unidos, y que FTX tenía sede en las Bahamas, gobierno que parece haber sido en cierta forma cómplice de las actividades fraudulentas de SBF.

El futuro inmediato del universo cripto es incierto. Lo que sí queda claro, y el colapso de FTX lo dejó en evidencia, es que **muy probablemente su futuro sea muy distinto a su pasado.**

NOTAS ESPECIALES

PREMIO NOBEL 2022 PARA BERNANKE, DIAMOND Y DYBVIK

Héctor Rubini

En octubre de este año el Premio del Banco Central de Suecia en Ciencias Económica a la memoria de Alfred Nobel (el "Premio Nobel de Economía") fue otorgado a los estadounidenses Benjamin ("Ben") Shalom Bernanke, Douglas Warren Diamond y Phillip Hallen Dybvig por sus investigaciones sobre los bancos y las crisis financieras. Más específicamente, por sus investigaciones en los años '80 de las funciones de los bancos, su vulnerabilidad frente a corridas de depositantes, y las formas por las cuales los gobiernos pueden preservar la estabilidad del sistema financiero, y evitar crisis financieras o administrarlas apropiadamente. Desde hace años los aportes de los premiados forman parte de los programas de estudio de todo curso de grado y posgrado sobre la microeconomía de bancos, y forman parte de los fundamentos de las regulaciones modernas de las entidades financieras.

Bernanke, nacido en 1953, se graduó en Economía en Harvard en 1975 (calificación *summa cum laude*) y luego obtuvo su doctorado en Economía en el Massachusetts Institute of Technology (MIT) en 1979. Fue profesor en la universidad de Stanford entre 1979 y 1985 y en la de Princeton entre 1979 y 2002, y también profesor visitante en la Universidad de Nueva York y en el MIT. Entre 1996 y 2002 fue el director del departamento de Economía de la Universidad de Princeton. En 2002 fue nombrado miembro de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal hasta 2005 en que fue nombrado titular del Consejo de Asesores Económicos del presidente George W. Bush. En 2006 fue nombrado presidente de la Reserva Federal, cargo que ejerció hasta 2014, año en el que retornó al mundo académico incorporándose a la Brookings Institution. Su paso por la Reserva Federal fue controversial. Desde el inicio de su gestión optó por una política menos influenciada por Wall Street que lo que evidenciaba su antecesor, Alan Greenspan. La sucesión de subas de tasas de interés bajo su gestión contribuyó tanto a transparentar como a agravar los problemas de liquidez de entidades financieras exageradamente endeudadas y sobreexpuestas a derivados sobre hipotecas de baja calidad crediticia. Luego de la quiebra de Lehman Bros. de septiembre de 2008, impulsó junto al Secretario del Tesoro y el Presidente George W. Bush la Ley de Estabilización y Emergencia Económica, y luego las medidas adoptadas en la administración Obama para proteger y recuperar el sistema financiero. La contracción económica que siguió al pánico de 2008 no se revirtió rápidamente, de modo que aun hoy las opiniones sobre sus decisiones (y el otorgamiento del Premio Nobel de este año) siguen generando controversias. Unos entienden que hizo lo razonable para evitar una catástrofe como la de la Gran Depresión, mientras que otros sostienen que bajo su gestión la Reserva Federal hizo muy poco para evitar la crisis.

Douglas Diamond, nacido en 1955, se graduó en economía en Brown University en 1976, y luego en la Universidad de Yale completó una maestría en artes y otra en filosofía en Economía en 1976 y 1977, respectivamente, y el doctorado en Economía en 1980. En 1979 se incorpora a la Universidad de Chicago, donde fue ayudante de cátedra, luego profesor asistente de finanzas en 1980, asociado en 1983, y a tiempo completo a partir de 1986 hasta la actualidad. Diamond fue investigador asociado de la Reserva Federal (veranos de 1976-78), investigador visitante de la Universidad de Bonn (1983) y del Banco de Japón (1999), profesor visitante de la Universidad de Ciencia y Tecnología de Hong Kong (1997), y consultor académico del Banco de la Reserva Federal de Richmond (1990-92) y de la Junta de la Reserva Federal (1990-2008). Ha sido miembro del Consejo Directivo de la *American Finance Association* (1988-90 y 1999 hasta la actualidad), del *Center for Research in Security Prices* (desde 1994), de la *Econometric Society* (desde 1990), de la *American Academy of Arts and Sciences* (desde 2001) y de la *American Finance Association* (desde 2004). Fue presidente de la *Western Finance Association* (2001-02) y de la *American Finance Association* (2003), editor del *Journal of Business* (1988-2001), miembro del comité editor del *Journal of Financial Intermediation* (1989-93), y editor asociado de *Journal of Banking and Finance* (1995-2001), *Journal of Finance* (1988-1996 y 2000-2003) y *Journal of Financial Services Research* (1993 hasta la actualidad).

Phillip Dybvig, nacido en 1955, se graduó en matemáticas y física en 1976 en Indiana University, luego completó la maestría en economía en la Universidad de Pennsylvania, de donde pasó a la Universidad de Yale. Allí completó la maestría en Economía en 1978 y el Doctorado en Economía en 1979. Fue docente en Yale en 1979, luego en Princeton en 1980 y 1981, de donde pasó a Yale donde fue profesor entre 1981 y 1986. En 1988 pasó a la Washington University (St. Louis) donde es profesor hasta la actualidad. En 2008 y 2009 fue nombrado director visitante del Instituto de Estudios Financieros de Sichuan (República Popular China), y profesor visitante en la Universidad del Sudoeste de Economía y Finanzas de Chengdu (República Popular China) en 2020 y 2021. Fue editor de las revistas *Finance and Stochastics*, *Journal of Economic Theory*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Intermediation*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *Review of Financial Studies* y *Journal of Applied Finance*. Ha publicado más de 60 artículos en revistas científicas, fundamentalmente sobre inversiones financieras, sistema bancario, finanzas corporativas y gobernanza corporativa, y dos libros sobre computación.

Bernanke fue premiado por su contribución a la comprensión de las crisis bancarias, de su trabajo publicado en 1983 por el National Bureau of Economic Research: “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”³. Allí sostuvo que la causa fundamental de la Gran Depresión fue la incapacidad de los bancos para financiar inversiones productivas por los retiros de depósitos y las necesidades de los bancos de retener fondos eventualmente a ser demandado por los depositantes en futuras corridas bancarias. Bernanke demostró que la generalizada quiebra de bancos exacerbó la recesión iniciada en 1929 pasando a ser una depresión severa y permanente, no transitoria. El factor fundamental, según Bernanke, fue la pérdida de información sobre la historia crediticia y la capacidad de pagos de potenciales deudores debido a las quiebras de los bancos de los cuales habían sido clientes. Esa información se acumula a lo largo de años y en un contexto de quiebras en gran escala de entidades bancarias, no es fácilmente recuperable por parte de las entidades sobrevivientes. Hasta que esto se logre, se reducen los préstamos bancarios y la reactivación económica se torna más lenta. La investigación de Bernanke hizo uso de conceptos desarrollados por Diamond y Dybvig que explicaron cómo es que los bancos crean liquidez transformando los ahorros de los depositantes en inversiones productivas otorgando préstamos a largo plazo, y por Diamond, que proveyó una explicación con fundamentos microeconómicos de la función crucial de las entidades financieras al evaluar la capacidad de pago de potenciales deudores, monitoreando el cumplimiento del pago de sus obligaciones.

Diamond y Dybvig publicaron en 1983 un artículo en el *Journal of Political Economy*, para muchos “el” artículo, que modela la naturaleza de las crisis financieras y cómo resolverlas o al menos administrarlas: “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”⁴. En ese trabajo muestran que la función fundamental de los bancos es la de generar la liquidez necesaria para financiar las actividades de la economía real, transformando los ahorros de los depositantes en créditos de largo plazo para financiar proyectos de inversión. Sin embargo, esa función es intrínsecamente frágil, ya que su estabilidad es en extremo vulnerable a rumores sobre la capacidad de los bancos para devolver los depósitos y la eventual quiebra de las entidades financieras. Estos rumores pueden conducir a una corrida de depositantes contra todos los bancos y conducir a pánicos bancarios autogenerados. Ambos autores demostraron que esa vulnerabilidad puede ser removida a través de un seguro de depósitos provisto por el Estado cuya existencia misma contribuye a disipar los temores de los depositantes, y evitar corridas bancarias. En su modelo demuestran que el seguro de depósitos es superior a la interrupción de la devolución de fondos a los depositantes (“pisar depósitos”). También contemplan la viabilidad de un prestamista de última instancia estatal. Si bien no lo detallaron analíticamente, de su modelo surge la conveniencia de que el mismo no sea incondicional y de que esté atado a cierto mecanismo (a especificar) de penalidades a accionistas, directores y gerentes de los bancos en casos de quiebras de entidades.

En dicho trabajo ambos autores enfatizan la relevancia de la creación de depósitos como un activo o contrato financiero que otorga a los ahorristas el acceso a más liquidez que la obtenible si estos adquirieran directamente varios de los tipos de los activos y contratos (préstamos a más largo plazo) en los que los bancos invierten los fondos captados de los depositantes. Las razones por las cuales los activos de los bancos son menos líquidos que sus pasivos (depósitos) se encuentran en otras contribuciones de Diamond, quien en otro artículo, de 1984, modeló la provisión de servicios de monitoreo delegado del cumplimiento de los contratos⁵: los bancos pueden asegurar el efectivo financiamiento de proyectos a largo plazo con altos rendimientos y alto riesgo, monitoreando el cumplimiento de la devolución de los créditos en nombre de los depositantes (que son los acreedores de los bancos). Por el lado de los pasivos, los bancos reúnen fondos

³ NBER Working Paper No. 1054. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.

⁴ Diamond D. W. y P. H. Dybvig, 1983. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, vol. 91 (3), 401-419.

⁵ Diamond, D. W., 1984. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies* 51 (3), 393-414.

de los ahorristas que no necesitan liquidez a corto plazo para financiar a otros que sí requieren fondos líquidos en el corto plazo. Por el lado de sus activos, los bancos concentran una variedad de préstamos, y los monitorean en nombre de los depositantes, siendo así posible financiar proyectos con préstamos riesgosos e ilíquidos con fondos de los ahorristas mucho menos riesgosos y totalmente líquidos.

Para más detalle sobre la naturaleza y complementariedad entre las investigaciones de los tres economistas galardonados, el Comité otorgante del premio publicó un voluminoso documento con 12 páginas de referencias a la literatura sobre sus contribuciones, tanto de los tres autores como de varios otros economistas, incluyendo artículos de los economistas argentinos Iván Werning, María S. Martínez-Peria, Sergio Schmukler y Liliana Schumacher.

Para la ceremonia de otorgamiento del premio a los tres ganadores, las conferencias que ofrecerán en el aula magna de la Universidad de Estocolmo el próximo 8 de diciembre (“2022 Prize Lectures on Economic Sciences”) serán las siguientes:

Ben Bernanke: *Banking, Credit, and Economic Fluctuations.*

Douglas Diamond: *Financial Intermediation and Financial Crises.*

Phillip Dybvig: *Multiple Equilibria.*

IN MEMORIAM: EDWARD CHRISTIAN PRESCOTT (1940-2022)

Héctor Rubini

El pasado 6 de noviembre falleció, luego de una prolongada lucha contra un cáncer, Edward C. Prescott, uno de los padres de la macroeconomía moderna. Su influencia en la profesión es comparable a la de verdaderos colosos como Knut Wicksell, Friedrich Hayek, John Keynes o Milton Friedman. “Ed” Prescott (como se lo conocía coloquialmente en el ámbito académico) ha sido y probablemente siga siendo uno de los economistas más influyentes de la llamada “Revolución de las Expectativas Racionales” de los años ’80. Su formidable legado de publicaciones e investigaciones sentó las bases del formidable salto de calidad de la macroeconomía y la macroeconometría de los últimos 40 años, junto a los aportes de Robert E. Lucas Jr., Nancy L. Stokey, Finn E. Kydland, Thomas J. Sargent, Robert J. Barro, Neil Wallace, John B. Taylor y Christopher Sims, entre otros.

En 2004 obtuvo el premio Nobel de Economía junto a su ex-alumno, el noruego Finn Erling Kydland, por sus contribuciones al análisis de las inconsistencias temporales de las políticas económicas y de las fuerzas fundamentales detrás de las fluctuaciones cíclicas. Las publicaciones sobre ambos temas marcaron la apertura de sendos campos de investigación que aun hoy siguen siendo motivo de numerosas publicaciones y no pocas controversias en todo el mundo.

En su artículo de 1977 “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans” mostraron cómo el compromiso de los gobiernos con una tasa de inflación baja puede crear expectativas de bajas tasas de inflación y desempleo, pero también el incentivo a cambiar la política monetaria, reduciendo tasas de interés y aumentando el empleo, la credibilidad en el gobierno se perderá. La menor demanda de dinero conducirá a más inflación, y esto incentivará a l gobierno a renegar de su promesa y efectivamente preferir un equilibrio con menor desempleo y más inflación. En la medida que el público no espere tal cosa (crea en el anuncio del gobierno), demandará más saldos monetarios reales que lo óptimo, lo que permitirá al gobierno maximizar la recaudación de señoreaje al aumentar ex post la inflación a niveles superiores a lo anunciado. A su vez, en el artículo “Time to Build and Aggregate Fluctuations” de 1982, Prescott y Kydland demostraron que los shocks de oferta (tecnológicos, o vía cambios exógenos en los costos, por ejemplo, por saltos del precio del petróleo), provocan cambios en precios relativos y en decisiones de inversión que conducen a fluctuaciones de corto plazo del nivel de actividad en torno de su tendencia de largo plazo.

En 1962 Prescott se graduó como licenciado en matemáticas en el Swarthmore College, luego en 1963 completó una maestría en investigación operativa en la Case Western Reserve University, y en 1967 se doctoró en economía en Carnegie Tech (hoy Carnegie Mellon University). Entre 1966 y 1971 fue docente de cursos de economía en la Universidad de Pennsylvania. Luego pasó a Carnegie Mellon donde fue tutor de tesis de su posterior coautor, el noruego Finn E. Kydland con quien compartiría el premio Nobel de Economía en 2004.

En Carnegie Mellon ejerció la docencia y la investigación hasta 1978 y en el ínterin fue profesor visitante de la Norwegian School of Business and Economics en Bergen, Noruega en 1974 y 1975. Fue profesor visitante también de la Universidad de Chicago en 1978-79 y de la Universidad de Northwestern en el año lectivo 1979-80, y en 1980 se incorpora a la Universidad de Minnesota como profesor de tiempo completo hasta 1997. En ese año pasó a la Universidad de Chicago como profesor visitante, donde luego profesor de tiempo completo entre 1998 y 1999. Entonces regresó brevemente a la Universidad de Minnesota hasta 2003. Luego de renunciar a dicha casa de estudios, se incorporó a la Arizona State University en Tempe, una ciudad del conurbano de Phoenix, Arizona. En 2004 también fue profesor visitante en la Universidad de California en Santa Bárbara, luego entre 2005 y 2007 en la Universidad de Nueva York y en 2008 en la Universidad Michoacana de San Nicolás, en San Nicolás de Hidalgo, México. En agosto de 2014 fue nombrado profesor adjunto distinguido de la Research School of Economics de la Australian National University de Canberra, Australia. Fue investigador, del Banco de la Reserva Federal de Minneapolis desde 1981 hasta 2003. Luego pasó a ser asesor senior del departamento de investigaciones de dicha entidad. En 2007 la revista *Economic Theory* publicó un volumen en su homenaje, coordinado por Stephen L. Parente y Anne Villamil⁶.

En 1967 su tesis doctoral fue galardonada por la *Tepper School of Business* de Carnegie-Mellon con el premio Alexander Henderson a la excelencia en teoría económica. En 1980 fue elegido miembro de la *Econometric Society*. Luego fue incorporado en 1992 a la *American Academy of Arts and Sciences*, en 2008 a la *United States National Academy of Sciences* y en 2011 a la *Society for the Advancement of Economic Theory*. En 2002 recibió el premio Erwin Plein Nemmers en Economía de la Universidad de Northwestern y la licenciatura Honoris Causa de la Universidad Tor Vergata de Roma. En 2007 fue galardonado con el Doctorado Honoris Causa en Matemáticas de la Universidad de Atenas, Grecia, en 2013 con el Doctorado Honoris Causa en Economía de la Universidad Bar-Ilan de Ramat Gan, Israel, y en 2018 con el Doctorado Honoris Causa de la Universidad Kozminski de Varsovia, Polonia. En ese año fue nombrado Miembro Honorario del Consejo Asesor Internacional de la Universidad Popular de China, de Pekin, China. Además, en 2015 obtuvo el premio Adam Smith de la *National Association of Business Economists*. También fue editor asociado y coeditor de las revistas científicas *Journal of Econometrics*, *International Economic Review*, *Economic Theory* y *Journal of Human Capital*, y presidente de la *Society for the Advancement of Economic Theory* (1992- 1994) y de la *Society for Economic Dynamics and Control* (1992-1995).

Sus casi 400 publicaciones han abarcado una serie de campos y conceptos en extremo variados:

- a) la noción de expectativas racionales,
- b) la extensión a la macroeconomía dinámica de la noción de equilibrio general,
- c) su verificación empírica y sus perturbaciones como fruto de shocks exógenos (la esencia de la moderna teoría de los ciclos reales de equilibrio),
- d) la técnica de calibración, en base a la simulación de economías con parámetros relativamente realistas para identificar los efectos de corto plazo de shocks exógenos,
- e) los efectos de políticas públicas discrecionales y de los incentivos a violar reglas y promesas por parte de los gobernantes,
- f) problemas empíricos sobre la valuación de activos financieros y empresas, g) crecimiento económico,
- h) mercado laboral,
- i) organización industrial,
- j) incertidumbre e inversión en activos físicos, y
- k) innovaciones tecnológicas, ciclo y desarrollo económico.

A Prescott, en particular, se debe la incorporación decisiva a la teoría macroeconómica de:

1. la noción de “inconsistencia temporal” (la incoherencia entre planes ex ante y acciones ex post) y su aplicación a problemas concretos de política económica,
2. el desarrollo y aplicación de la noción de “ciclo real de equilibrio”,
3. la paradoja o “puzzle” de la prima de riesgo de los precios de equilibrio de las acciones,
4. el procedimiento conocido como “filtro de Hodrick y Prescott” para remover el componente cíclico de los datos brutos de series económicas,

⁶ *Economic Theory*, vol 32 (1), julio de 2007: *Symposium in Honor of Edward C. Prescott*.

5. la influyente utilización y extensión de los métodos recursivos y de programación dinámica a problemas micro y macroeconómicos intertemporales de corto y largo plazo, y su notoria influencia en la teoría macrodinámica posterior.

Prescott ha sido uno de los economistas más completos de todos los tiempos, apreciado no sólo por la profundidad y calidad de sus publicaciones, sino por sus particulares dotes como docente, consejero, asesor, mentor de alumnos y economista profesional, con una inusual comodidad para manejarse tanto en el desarrollo de modelos como en el abordaje de problemas y debates específicos de la realidad económica. Su potencia intelectual y dedicación han sido más que conocidas dentro y fuera de los EE.UU. Basta recordar que dirigió o co-dirigió tesis de doctorado en Economía de 50 graduados, y que formó parte del comité de evaluación de las tesis de otros 65 doctores en Economía. Como lo reconoce en su nota póstuma la Universidad de Minnesota, “el trabajo de Ed Prescott y de sus estudiantes cambió el campo de la economía... la economía ha perdido una las luces que la guiaba. Nuestros corazones están iluminados sólo por el reconocimiento de que su pensamiento central -que la economía es una búsqueda de la verdad- vive en sus estudiantes, sus colegas y aquellos que tuvieron el privilegio de conocerlo”.

Entre sus publicaciones más conocidas, algunas de las más conocidas e influyentes son las siguientes:

I. Libros

- *Recursive Methods in Economic Dynamics* (coautores: Nancy L. Stokey y Robert E. Lucas Jr.). Harvard Univ. Press, 1989.
- *Barriers to Riches* (coautor: Stephen L. Parente). MIT Press, 2000.
- *Great Depressions of the Twentieth Century* (coeditor: Timothy Kehoe). Federal Reserve Bank of Minneapolis. 2007.

II. Artículos en revistas científicas:

- “Investment under Uncertainty” (con Robert E. Lucas Jr.), 1971. *Econometrica* 39 (5), 659-681.
- “Estimation in the Presence of Stochastic Parameter Variation” (con Thomas F. Cooley), 1976. *Econometrica*, 44 (1), 167-184.
- “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans” (con Finn E. Kydland), 1977. *Journal of Political Economy*, 85 (3), 473-491.
- “Time to Build and Aggregate Fluctuations” (con Finn E. Kydland), 1977. *Econometrica*, 50 (6), 1345-1370.
- “Sequential Location among Firms with Foresight” (con Michael Visscher), 1977. *The Bell Journal of Economics* 8 (2), 378-393.
- “Equilibrium Search and Unemployment” (con Robert. E. Lucas Jr.), 1978, *Journal of Economic Theory*, 7 (2), 188-209.
- “Organization Capital” (con Michael Visscher), 1980. *Journal of Political Economy* 88 (3), 446-461.
- “Dynamic Optimal Taxation, Rational Expectations and Optimal Control” (con Finn E. Kydland), 1980. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2, 79-91.
- “The Equity Premium: A Puzzle” (con Ragnish Mehra), 1985. *Journal of Monetary Economics*, 15 (2), 145-161.
- “Theory Ahead of Business-Cycle Measurement”, 1986. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 25, 11-44.
- “Economic Growth and Business Cycles” (con Thomas F. Cooley) 1985. *Frontiers of Business Cycle Research*. Princeton University Press. Cap. 1.
- “Financial Intermediary-Coalitions”, (con John H. Boyd) 1986, *Journal of Economic Theory*, 38 (2), 211-232.
- “The Econometrics of the General Equilibrium Approach to Business Cycles” (con Finn E. Kydland), 1991. *The Scandinavian Journal of Economics*, 93 (2), *Proceedings of a Conference on New Approaches to Empirical Macroeconomics*, 161-178.
- “Hours and Employment Variation in Business Cycle Theory” (con Finn E. Kydland), 1991. *Economic Theory* 1 (1), 63-81.
- “Stochastic Monotonicity and Stationary Distributions for Dynamic Economies”, (con Hugo E. Hopenhayn), 1992. *Econometrica*, 60 (6), 1387-1406.
- “Barriers to Technology Adoption and Development”, 1994. *Journal of Political Economy* 102 (2), 298-321.
- “The Computational Experiment: An Econometric Tool” (con Finn E. Kydland), 1996, *Journal of Economic Perspectives* 10 (1), 69-85.

- “Post-War US Business Cycles: An Empirical Investigation” (con Robert J. Hodrick), 1997, *Journal of Money, Credit and Banking*, 29 (1), 1-16.
- “Needed A Theory of Total Factor Productivity”, 1998. *International Economic Review*, 39 (3), 525-551.
- “Monopoly Rights: A Barrier to Riches”, 1999. *American Economic Review*, 89 (5), 1216-1233.
- “Is the Stock Market Overvalued?” (con Ellen R. McGrattan), 2001, *NBER Working Paper No. 8077*. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.
- “Malthus to Solow”, (con Gary D. Hansen), 2002. *American Economic Review*, 92 (4), 1205-1217.
- “Prosperity and Depression”, 2002. *The American Economic Review*, 92 (2), 1-15.
- “The 1990s in Japan: A Lost Decade”, (con Fumio Hayashi), 2002. *Review of Economic Dynamics* 5 (1), 206-235.
- “The Equity Premium in Retrospect” (con Rajnish Mehra), 2003. *Handbook of the Economics of Finance Vol 1, part B*, 889-938. Elsevier.
- “Why Do American Work so Much More than Europeans?”, 2004. *NBER Working Paper No.10316*. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.
- “Taxes, Regulations, and the Value of US and UK Corporations” (con Ellen R. Mc Grattan), 2005. *The Review of Economic Studies* 72 (3), 767-796.
- “Recursive Competitive Equilibrium: The Case of Homogeneous Households” (con Ragnish Mehra), 2005, *Theory of Valuation (Sudipto Bhattacharya y George Constantinides)*. World Scientific Publishing Co. Cap. 11.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2022		Noviembre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
28	29	30	1	2	3	4
		Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): PBI 3 ^{er} trimestre de 2022 (2 ^a estimación).				

2022		Diciembre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
28	29	30	1	2	3	4
				Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del Empleo. Noviembre de 2022.		
5	6	7	8	9	10	11
	Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria.	INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Octubre de 2022. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Octubre de 2022. Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria.				
12	13	14	15	16	17	18
	Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): IPC. Noviembre de 2022.	INDEC: Utilización capacidad instalada industria manufacturera. Octubre de 2022. Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Productor. Noviembre de 2022.	INDEC: IPC Octubre de 2022. Informe de avance de actividad económica (3er trimestre 2022). Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria. Banco de Inglaterra: Reunión de Política Monetaria.			

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	3,5%	2,5%	3,8%	3,9%	4,7%	6,7%	6,0%	5,1%	5,3%	7,4%	7,0%	6,2%	6,3%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	3,2%	3,3%	4,4%	3,3%	4,5%	6,4%	6,7%	5,2%	5,1%	7,3%	6,8%	5,5%	5,5%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	3,4%	2,1%	4,3%	4,9%	7,5%	7,2%	5,9%	4,4%	4,6%	6,0%	7,1%	6,7%	6,2%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	52,1%	51,2%	50,9%	50,7%	52,3%	55,1%	58,0%	60,7%	64,0%	71,0%	78,5%	83,0%	88,0%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	56,6%	55,5%	54,9%	54,0%	54,5%	57,3%	60,5%	63,2%	65,5%	72,2%	78,4%	82,3%	86,4%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	51,4%	50,5%	50,3%	50,5%	55,8%	59,7%	62,1%	64,2%	66,4%	70,6%	80,0%	86,6%	91,6%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	3,8%	2,3%	4,1%	3,9%	4,6%	6,7%	6,2%	4,8%	5,5%	7,4%	7,0%	6,0%	6,6%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	3,3%	3,3%	4,6%	3,3%	4,5%	6,1%	7,0%	5,0%	5,3%	7,4%	6,9%	5,5%	5,8%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	3,7%	2,5%	3,8%	4,0%	4,1%	5,9%	5,3%	5,5%	5,1%	7,7%	6,2%	5,6%	7,0%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	52,0%	50,9%	51,4%	52,4%	53,8%	55,9%	59,0%	61,2%	66,9%	71,8%	79,1%	82,9%	87,8%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	56,0%	54,9%	55,1%	55,4%	55,8%	58,4%	61,8%	64,0%	66,8%	73,3%	79,8%	83,5%	87,9%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	49,9%	49,1%	49,2%	49,5%	51,3%	54,1%	56,0%	58,8%	61,8%	69,2%	74,6%	78,4%	84,0%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	60,0	50,0	60,0	70,0
Media	46,7	50,4	51,3	51,1	50,3	53,7	52,2	58,4	57,9	62,5	60,6	61,7	68,4
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	69,8%	69,3%	87,3%	47,8%	61,5%	91,7%	77,9%	58,7%	64,9%	82,8%	73,3%	41,1%	s/d
Gastos Totales	84,9%	73,8%	76,5%	71,9%	67,1%	84,0%	84,6%	76,7%	74,2%	64,7%	77,4%	77,6%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	66,8%	65,1%	84,3%	50,2%	60,7%	67,7%	58,9%	55,5%	57,7%	74,1%	71,3%	33,1%	s/d
Gastos Primarios	83,0%	76,0%	77,1%	56,9%	70,0%	84,9%	87,4%	88,3%	75,3%	62,0%	72,9%	78,9%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	58,7%	59,5%	73,6%	51,6%	62,8%	62,5%	64,0%	79,9%	82,1%	87,0%	72,2%	117,9%	92,8%
Dirección General Impositiva	48,2%	55,4%	61,7%	45,3%	55,2%	49,8%	65,8%	66,3%	78,7%	122,8%	75,2%	87,5%	119,0%
Dirección General de Aduanas	65,0%	78,1%	84,0%	58,7%	68,5%	67,7%	79,7%	87,1%	73,9%	82,3%	103,4%	82,9%	86,7%
Sistema de Seguridad Social	65,0%	69,7%	67,8%	64,6%	66,1%	64,4%	72,1%	75,8%	83,2%	79,2%	81,4%	81,7%	89,7%

Indicador	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	40,2	39,7	37,8	40,1	39,4	36,9	35,7	36,3	39,1	34,7	37,1	37,2	35,7
Var. % m/m	-0,8%	-1,3%	-4,9%	6,3%	-1,8%	-6,4%	-3,2%	1,6%	7,7%	-11,1%	6,6%	0,4%	-4,1%
Var. % a/a	3,6%	-2,9%	-3,9%	5,1%	4,6%	-3,4%	1,1%	2,5%	12,8%	-8,2%	-6,8%	-8,2%	-11,3%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	6,8%	9,5%	10,4%	5,1%	8,5%	4,7%	5,9%	7,9%	7,0%	5,9%	6,6%	4,8%	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-0,5%	1,3%	1,3%	-0,8%	1,1%	-0,7%	0,5%	0,2%	1,3%	0,4%	0,7%	-0,3%	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	64,3%	68,4%	64,0%	57,5%	64,0%	66,7%	67,1%	68,0%	69,5%	67,9%	69,6%	68,6%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-24,1%	-11,5%	-16,1%	-26,2%	-4,7%	4,5%	3,3%	20,4%	32,1%	20,8%	11,9%	34,6%	30,8%
Var m/m, con estacionalidad	-1,6%	10,0%	17,7%	-38,4%	26,2%	33,0%	-8,8%	9,3%	10,4%	-20,96%	-0,89%	18,63%	-4,39%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	5,4%	8,4%	8,9%	-0,5%	8,6%	2,5%	4,2%	8,4%	5,4%	2,5%	5,6%	0,3%	s/d
Var m/m, desest.	-1,7%	2,2%	1,2%	-0,5%	1,6%	2,1%	3,1%	-0,6%	-0,6%	-2,7%	0,1%	-2,8%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	4,3%	10,1%	10,7%	-0,9%	8,8%	3,6%	4,6%	11,9%	7,4%	5,5%	7,6%	4,2%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	7,8%	7,7%	4,5%	-5,0%	7,3%	1,9%	8,8%	20,0%	7,2%	5,2%	7,3%	5,2%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-5,0%	6,6%	15,4%	3,9%	10,5%	9,2%	8,7%	17,0%	4,9%	8,4%	12,1%	2,1%	0,0%
Var. % m/m, desest.	7,5%	-1,3%	-6,7%	-5,0%	11,2%	3,7%	4,9%	-5,3%	3,4%	7,6%	-9,9%	-5,5%	5,3%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	6,1%	1,5%	4,1%	-2,0%	15,7%	7,6%	9,8%	24,2%	14,3%	9,4%	12,3%	8,6%	-1,3%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	6.863	6.191	6.587	5.548	6.452	7.354	8.337	8.254	8.432	7.773	7.537	7.407	s/d
Var. % a/a	46,8%	37,6%	85,9%	12,9%	35,1%	28,6%	35,7%	21,2%	20,3%	7,2%	-6,9%	-2,2%	s/d
Importaciones en USD	5.247	5.767	6.216	5.251	5.634	7.083	6.883	7.886	8.547	8.210	7.837	6.993	s/d
Var. % a/a	31,0%	40,1%	59,1%	36,6%	51,7%	33,1%	47,3%	53,4%	44,6%	43,7%	36,2%	18,8%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.616	424	371	297	818	271	1.454	368	-115	-437	-300	414	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	281,7	292,6	295,8	313,9	333,8	371,5	373,4	373,5	368,8	336,5	347,7	345,9	326,4
Var. % a/a	24,6%	22,4%	19,0%	15,2%	19,0%	31,1%	26,9%	24,5%	18,3%	13,0%	18,5%	23,7%	15,9%

Indicador	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	3.033	3.152	3.383	3.702	3.767	3.663	3.616	3.708	3.896	4.216	4.298	4.181	4.230
Circulante	2.215	2.291	2.504	2.677	2.685	2.674	2.685	2.743	2.935	3.200	3.233	3.172	3.239
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	5.719	5.870	6.103	6.368	6.328	6.563	6.942	7.483	8.102	9.164	9.315	10.437	11.379
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	2.159	2.125	2.134	2.906	3.701	4.153	4.533	4.980	5.390	5.863	6.029	6.511	7.238
(b) Pasivos netos por pases	2.106	2.234	2.368	1.781	930	650	577	554	628	1.044	942	1.411	1.432
(c) Depósitos del Gobierno	1.453	1.511	1.601	1.680	1.697	1.759	1.832	1.948	2.084	2.257	2.344	2.516	2.708
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	42,9	42,5	40,6	39,0	37,3	38,6	43,0	41,6	40,9	40,4	37,1	37,2	39,1
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	19,0	18,8	18,2	18,7	18,5	18,4	18,4	18,5	18,5	18,1	17,5	17,5	17,5
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	366,2	380,3	423,7	497,2	537,1	506,6	430,0	483,2	536,8	600,3	694,8	739,1	723,8
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	99,2	100,3	101,9	103,9	106,3	109,5	113,3	117,8	122,7	128,4	135,3	143,6	152,6
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	10.610	10.949	11.467	12.028	12.130	12.567	13.080	13.866	14.776	15.868	16.435	17.594	18.914
Sector privado	8.634	8.859	9.297	9.671	9.854	10.154	10.624	11.277	12.075	13.048	13.406	14.396	15.386
Sector público	1.976	2.090	2.170	2.357	2.277	2.413	2.456	2.589	2.701	2.820	3.029	3.198	3.529
En moneda local (\$ M.M.)	8.721	9.067	9.609	10.080	10.168	10.554	10.994	11.690	12.505	13.542	14.062	15.096	16.250
Sector privado	7.019	7.264	7.743	8.056	8.232	8.488	8.889	9.465	10.163	11.113	11.431	12.274	13.108
Sector público	1.702	1.803	1.866	2.024	1.935	2.067	2.105	2.225	2.342	2.429	2.631	2.822	3.142
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.889	1.881	1.857	1.948	1.966	2.013	2.086	2.177	2.271	2.326	2.373	2.498	2.665
Sector privado	1.615	1.595	1.554	1.615	1.622	1.667	1.735	1.812	1.912	1.935	1.975	2.122	2.278
Sector público	274	287	303	333	344	346	351	364	359	391	398	376	386
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	19,0	18,8	18,2	18,7	18,5	18,4	18,4	18,5	18,5	18,1	17,5	17,5	17,5
Sector privado	16,3	15,9	15,3	15,5	15,3	15,2	15,3	15,4	15,6	15,1	14,6	14,8	15,0
Sector público	2,8	2,9	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	2,9	3,0	2,9	2,6	2,5
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	38,0	38,0	38,0	39,7	40,9	43,2	46,0	48,2	50,4	52,8	66,1	72,6	75,0
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	29,0	28,5	28,6	28,7	29,4	31,2	32,2	34,7	36,9	41,7	52,7	60,5	59,9
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	35,2	35,2	35,4	35,7	36	37,2	38,9	40,6	42,5	46,7	61,8	69,6	72,4
Préstamos personales	52,8	51,8	52,9	54,9	55,8	55,9	57,9	58,9	60,2	65,7	75,3	78,2	82,7
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	33,4	33,4	33,4	36,0	37,3	39,5	42,4	44,6	47,2	50,1	59,5	65,5	68,3
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	36,1	36,0	36,0	37,8	39,0	41,2	43,8	46,0	49,0	52,1	64,4	71,0	73,5
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	33,0	32,7	32,9	35,6	36,7	38,9	41,8	43,9	46,6	49,6	58,8	64,7	67,6