

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 193 Año 21 – 21 de abril de 2021

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

EL DATO DEL MES

Inflación. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) subió 4,8% en marzo de 2021 (42,6% i.a.). Es el mayor incremento mensual del IPC desde septiembre de 2019.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina: hacia otro escenario de crisis. Ante el rápido aumento de contagios de COVID-19 el gobierno nacional dispuso un cierre de actividades que ha provocado un nuevo conflicto político con el gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, y visible rechazo de gran parte de la opinión pública. Las restricciones a la circulación de personas para combatir la pandemia y los controles de precios y actividades privadas tornan inevitable una caída de la actividad y el empleo, con aumento de la inflación, de la pobreza y la conflictividad política

El mundo empieza a reactivarse. El FMI revisó nuevamente al alza las proyecciones de crecimiento global, impulsando una nueva distribución de DEG entre sus miembros y recomendando la introducción de un “impuesto solidario” para financiar la recuperación de la pandemia. En EE.UU., los datos de marzo muestran que la economía consolida su recuperación, mientras la campaña de vacunación bate récords. Al mismo tiempo, el gobierno de Biden impulsa un amplio plan de infraestructura para impulsar el crecimiento económico en los próximos años.

El caso Archegos. El fondo de inversiones familiares Archegos Capital se desplomó a fines de marzo con impacto negativo en varios grandes bancos de inversión. El episodio ha reavivado el temor por una nueva crisis financiera comparable a la de 2008 y ha abierto las puertas a mayores regulaciones al llamado “*shadow banking*”.

Elecciones en Ecuador. El 11 de abril el candidato de centroderecha Guillermo Lasso se impuso en el ballottage presidencial, derrotando al candidato Andrés Arauz que contaba con el apoyo del ex presidente Rafael Correa. El resultado fue bien recibido en los mercados y los bonos ecuatorianos mostraron una caída inmediata de su prima de riesgo país (EMBI) de 1.169 p.b. a 719 p.b., estabilizándose en los 810 p.b.

LO QUE VIENE

COVID-19: La Corte Suprema definiría el actual conflicto entre el Gobierno Nacional y la Ciudad de Buenos Aires por el retorno o no a clases presenciales. Sin embargo, el fuerte aumento de contagios y la ocupación casi total de unidades de terapia intensiva, tornaría inevitable un cierre de actividades (retorno a Fase 1 o 2) por varias semanas en todo el país.

Control de precios: La Secretaría de Comercio estaría por llegar a acuerdos con empresas para congelar algunos precios por varios meses. Sin embargo, persiste el malestar empresario por las dificultades para liberar importaciones y los rumores sobre prohibiciones a exportaciones de carnes y lácteos.

MERCOSUR: El próximo fin de semana se reunirán los Ministros de Relaciones Exteriores de Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay para debatir las propuestas de Brasil y Argentina para modificar el Arancel Externo Común, y el reclamo de Uruguay para flexibilizar el bloque y permitir negociaciones extrarregionales unilaterales.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE MARZO DE 2021

		2020	2021			Tendencia
		Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	hasta marzo
IPC Var. % mensual		3,2%	4,0%	4,0%	4,8%	
IPC Var. % interanual		35,8%	36,1%	38,5%	42,6%	
Industria % uso capacidad instalada		63,3%	58,4%	57,2%	s.d.	
		2020	2021			Tendencia
		Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	hasta marzo
LELIQ Tasa % nominal anual en \$ al último día del mes		38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	Estable
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		1.368	1.445	1.511	1.589	
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes		84,1	87,3	89,8	91,9	
IVA DGI Recaudación Mensual Var. % interanual		35,0%	28,8%	31,4%	75,0%	
Depósitos en pesos Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		5,4%	3,8%	3,0%	3,5%	
Depósitos en dólares Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		3,1%	4,2%	- 0,6%	1,2%	

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior		
PRECIOS	IPC NACIONAL	INDEC	Marzo 2021	Var. % mensual	4,8%	3,6%		
				Var. % interanual	42,6%	40,7%		
	IPC G.B.A		Marzo 2021	Var. % mensual	5,2%	3,6%		
				Var. % interanual	40,4%	38,3%		
	IPC C.A.B.A		Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Marzo 2021	Var. % mensual	3,9%	2,9%	
					Var. % interanual	35,0%	33,6%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Enero 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-31,9%	-44,2%	
	Ventas en Supermercados		Enero 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	3,8%	0,9%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Marzo 2021	Var. % interanual	105,3%	8,9%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Enero 2021	Var. % mensual (sin estacionalidad)	1,9%	0,9%	
				Var. % interanual	-2,0%	-2,2%	
	PBI		4° trim. 2020	Var. % oct-dic '20 vs oct-dic '19	-4,3%	-10,2%	
Actividad Industrial	IPI Manufacturero	INDEC	Febrero 2021	Var. % interanual	1,6%	4,4%	
	Uso capacidad instalada		Febrero 2021	% uso capacidad instalada	58,3%	57,2%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Febrero 2021	Var. % interanual	22,7%	23,3%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Marzo 2021	Var. % mensual	7,6%	-11,3%	
				Var. interanual	51,6%	31,4%	
	Var. % mensual			3,1%	-17,2%		
	Var. interanual			34,0%	27,2%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var. % mensual	8,2%	-4,9%	
		Var. interanual	53,3%	29,9%			

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Febrero 2021	Nivel (US\$ M)	4.775	4.912	
				Var. % interanual	9,1%	7,3%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	3.713	3.844	
				Var. % interanual	16,4%	8,7%	
Saldo balanza comercial			Nivel (US\$ M)	1.062	1.068		

PANORAMA DE ARGENTINA

ARGENTINA: HACIA LA PRÓXIMA MEGCRISIS

Héctor Rubini

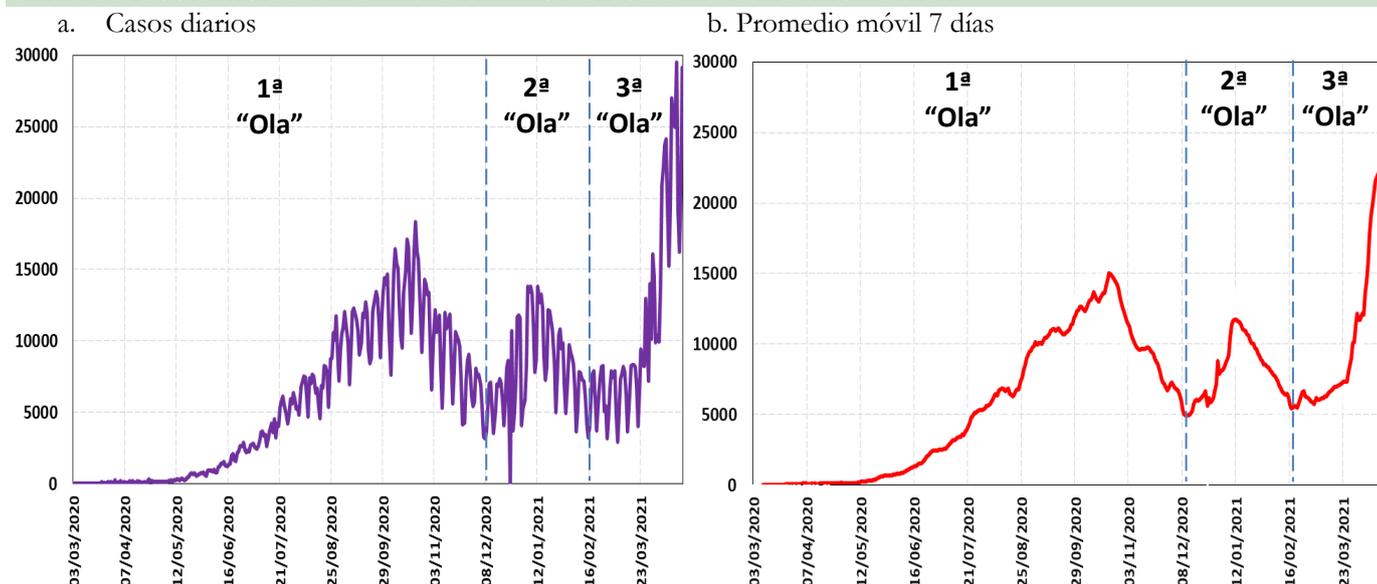
Ante el rápido aumento de contagios de COVID-19 el gobierno nacional dispuso un cierre de actividades que ha provocado un nuevo conflicto político con el gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, y visible rechazo de gran parte de la opinión pública. Las restricciones a la circulación de personas para combatir la pandemia y los controles de precios y actividades privadas tornan inevitable una caída de la actividad y el empleo, con aumento de la inflación, de la pobreza y e la conflictividad política.

1. Pandemia, controles y conflictos

En el IEM de marzo pasado se advirtió que el escenario político puede complicarse más de lo deseado por el oficialismo si en caso de retornar las restricciones a la movilidad interna. Los acontecimientos parecen haberse precipitado. De los 7.000 contagios diarios (promedio) de los primeros días de marzo se saltó al doble en los primeros días de este mes, y a más 22.000 en la última semana y media. Se han seguido registrando episodios de vacunación a personas jóvenes, incluyendo miembros de la agrupación oficialista “La Cámpora”. Toda la temporada de verano y el inicio de marzo, hasta el feriado largo de Semana Santa evidenciaron un marcado relajamiento social consentido, cuando no promovido, por funcionarios provinciales y municipales preocupados por sostener el comercio y el turismo interno.

El Gobierno parecía confiar en el arribo de vacunas suficientes para evitar que la esperable segunda ola del verano no ponga en aprietos a la capacidad de atención en unidades de terapia intensiva. Sin embargo, los laboratorios extranjeros contratados no han cumplido con las entregas de vacunas comprometidas y el aumento de los contagios, fundamentalmente en el Gran Buenos Aires han marcado una nueva aceleración de casos a partir de marzo¹. Si bien las autoridades entienden que es una “segunda ola”, el gráfico muestra que estamos en una tercera ola con un nivel de contagios que supera ampliamente los registros observados hasta fines de febrero pasado. Los promedios móviles a 7 días muestran una dinámica creciente, sin ningún límite máximo a la vista.²

GRÁFICO 1: CONTAGIOS Y MUERTES DIARIAS POR COVID-19 EN ARGENTINA



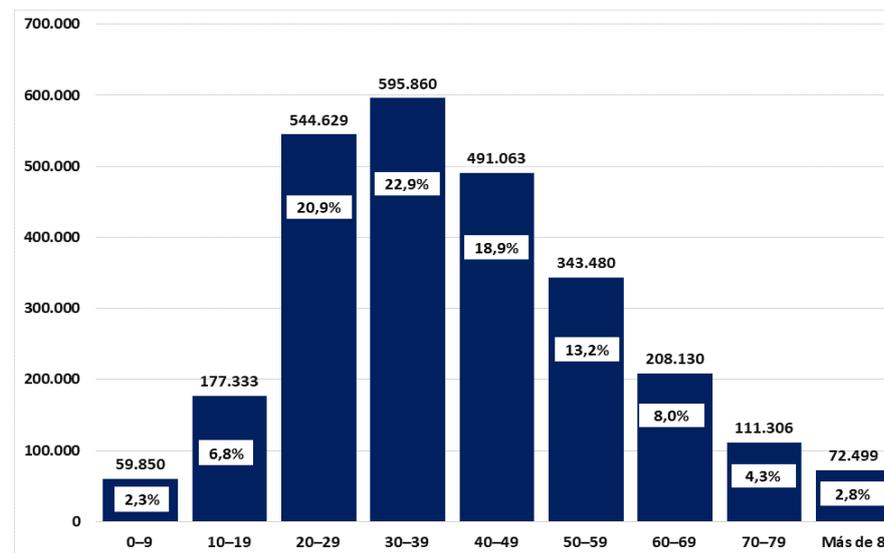
Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Salud.

¹ Los laboratorios europeos y chinos no cuentan con capacidad física de producción y cumplir así con todos los pedidos comprometidos de todo el mundo. Los de la India además enfrentan exigencias de abastecimiento nacional ahora más exigentes luego de la marcada aceleración de la curva de contagios en las últimas semanas.

² Tanto por la elevada población de bajos ingresos como por la insuficiente infraestructura sanitaria en el área, el principal foco de contagios y muertes por COVID-19 de las últimas semanas es el Partido de La Matanza. Su población estimada en la actualidad es de aproximadamente de 1,9 M de personas, equivalente al 60% de la población de la Ciudad de Buenos Aires y a casi el 20% de todo el conurbano bonaerense.

En este mes se han conocido casos contagiados con varias de las nuevas variantes del virus provenientes del exterior, a lo que se ha sumado la imprudencia prevaleciente en el verano en diversos centros turísticos, y que se reiteró durante Semana Santa. Ciertas alertas empezaron a activarse cuando el 2 de abril el Presidente de la Nación confirmó que **contrajo coronavirus, luego de haberse aplicado las dos dosis de la vacuna rusa Sputnik V**. El rápido crecimiento de casos llevó a la ocupación prácticamente total de la capacidad física de las unidades de de la Ciudad de Buenos Aires y del conurbano bonaerense. Como es de esperar, a pesar del avance de las vacunaciones, en esta nueva ola de contagios la mayor parte de los afectados son ahora personas entre 20 y 49 años de edad:

GRÁFICO 2: INFECTADOS DE COVID-19 EN ARGENTINA POR TRAMOS DE EDAD AL 14-04-21.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Salud

El 9 de abril se anunciaron nuevas restricciones hasta el 30 de abril para actividades en locales cerrados y, básicamente prohibiéndose la circulación de personas de 0:00 a 06:00 AM, habilitándose a los gobiernos provinciales a la ampliación de esa franja horaria. Sin embargo, los contagios diarios siguieron creciendo a una velocidad hasta ahora nunca vista en nuestro país, y la opinión pública se vio impactada por la inesperada muerte del popular periodista Mauro Viale, el 11 de abril, **después de haber recibido 72 hs. antes la vacuna china Sinopharm**.

Esto ha generado nueva preocupación por la escasez de vacunas respecto de lo ya contratado y adquirido por el gobierno. Los laboratorios con los que se han cerrado acuerdos concretos, son Gamaleya (Rusia), Sinopharm (China) y Serum Institute (India). Esta última provee las dosis gratis del mecanismo Covax de la Organización Mundial de la Salud (OMS). Desde el año pasado el gobierno nacional centralizó la compra de vacunas y su distribución, sin permitir la participación de gobiernos provinciales ni de contrapartes privadas. Hace unos días se ha pronunciado en el sentido de que no es ilegal que las provincias compren vacunas en el exterior. Varias han iniciado negociaciones, pero en el mejor de los casos, lograrían importar vacunas adicionales para el año próximo. Una alternativa útil no sólo para Argentina, sino para otros países sería la producción conjunta entre un laboratorio local y uno de México de la vacuna de Oxford-AstraZeneca, pero hace meses que no se observan avances, debido a la falta de insumos de la contraparte mexicana para el fraccionamiento y envase de la vacuna. **Al cierre de este informe se conoció el anuncio de Gamaleya de la producción en Argentina, en el laboratorio Richmond, de 21.176 dosis de la vacuna Sputnik V a ser enviadas a Rusia para ser probadas**. Si el ensayo resulta satisfactorio, hacia junio dicho laboratorio argentino iniciaría la producción masiva en nuestro país de la vacuna de origen ruso.

Cabe recordar que el pasado **10 de diciembre pasado el propio Presidente Alberto Fernández anunció que en enero y febrero estarían vacunadas 10 millones de personas y otros 5 millones más en marzo** con lo que se controlaría la pandemia, evitándose situaciones de “stress” en el sistema de salud. La información online del Ministerio de Salud indica que **al 20 de abril de este año se vacunó a 6.550.568 personas (menos de la mitad de lo anunciado en diciembre), de las cuales 827.961 personas recibieron dos dosis**. A la fecha se han recibido 5.267.745 dosis de la vacuna rusa Sputnik V, o sea el 26,3% de 20 millones de dosis comprometidas. Del laboratorio chino Sinopharm llegaron 2 millones de dosis y se habría adquirido 1 millón adicional que llegaría hacia fin de mes. En total, desde diciembre pasado se recibieron poco más de 8.930.145 de dosis, de las cuales se dispone de 2.379.577 dosis para aplicar desde el día de la

fecha. Si se aplican esas vacunas a razón de de 110.000 aplicaciones por día, el stock disponible se agotaría hacia el 12 de mayo próximo.

CUADRO 1: VACUNAS RECIBIDAS Y APLICADAS AL 18-04-21.

Fecha	Vacuna	Cant. de dosis por remesa	Total acum. recibidas	Dosis distribuidas	Dosis aplicadas	Personas con sólo una dosis	Personas con dos dosis
24-dic-20	Sputnik V	300.000	300.000				
29-dic-20					20422	20422	
16-ene-20	Sputnik V	300.000	600.000				
20-ene-20					243.539	243.539	
28-ene-20	Sputnik V	220.000	820.000				
05-feb-21				s.d.	470.395	307.326	163.069
12-feb-21	Sputnik V	400.000	1.220.000	s.d.	589.840	367.665	222.185
15-feb-21				s.d.	611.169	373.253	237.916
17-feb-21	Covishield	580.000	1.800.000				
20-feb-21				s.d.	707.148	445.614	261.534
25-feb-21	Sinopharm	904.000	2.704.000	1.737.465	872.588	594.542	278.046
28-feb-21	Sinopharm	96.000	2.800.000				
	Sputnik V	517.500	3.317.500				
01-mar-21	Sputnik V	732.500	4.050.000				
02-mar-21				2.179.110	1.126.108	823.446	302.662
07-mar-21				2.644.110	1.526.078	1.182.874	343.204
12-mar-21				3.418.965	2.215.173	1.809.078	406.095
19-mar-21	Sputnik V	330.000	4.380.000				
20-mar-21				3.846.565	3.107.806	2.504.255	603.551
22-mar-21	Sputnik V	500.000	4.880.000				
26-mar-21	Sputnik V	370.000	5.250.000	4.197.945	3.474.415	2.824.344	650.071
28-mar-21	Oxford-AstraZeneca (COVAX)	218.400	5.468.400				
30-mar-21	Sputnik V	300.000	5.768.400				
31-mar-21				4.878.945	3.891.932	3.214.538	677.394
01-abr-21	Sinopharm	1.000.000	6.768.400				
04-abr-21	Sputnik V	497.745	7.266.145				
05-abr-21				5.893.445	4.354.044	3.663.455	690.589
10-abr-21				7.085.796	5.282.763	4.556.869	725.894
14-abr-21				7.248.208	5.874.864	5.107.586	767.278
18-abr-21	Oxford-AstraZeneca (COVAX)	864.000	8.130.145	8.047.208	6.318.019	5.518.217	799.892
20-abr-21	Sputnik V	800.000	8.930.145	8.047.508	6.550.568	5.722.607	827.961
		Total acum.	8.930.145	(a)			
		Stock no distribuido	(a) - (b)	882.637			(I)
		Distribuidas sin aplicación aún:	(b) - (c)	1.496.940			(II)
		Total disponible:	I + II	2.379.577			

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Monitor Público de Vacunación. Ministerio de Salud

La situación ingresó a una nueva etapa el 14 de abril, cuando el Presidente Fernández anunció el retorno a restricciones para la circulación de personas, particularmente en el Área Metropolitana de Buenos Aires (AMBA), a ser adoptadas voluntariamente por el resto del país. Las mismas responden al fuerte aumento de contagios y la saturación del sistema de salud, pero ha sido con suspensión de clases presenciales y cierre a la circulación de personas en el AMBA entre las 20 hs. y las 6 hs. de la mañana siguiente, con despliegue de fuerzas federales de seguridad en la Ciudad de Buenos Aires. Tanto esta última decisión como la suspensión de clases han sido objeto de acciones judiciales iniciadas por el gobierno de la Ciudad de Buenos Aires. Entre el 14 y el 20 de abril se sucedieron protestas contra el gobierno por la suspensión de clases presenciales. Una decisión irritante que desacreditó a la ministra de Salud Carla Vizzotti y a su par de Educación,

Nicolás Trotta, que horas antes del anuncio presidencial habían dado a entender que continuaban las clases presenciales en escuelas primarias y secundarias.

Al cierre de este informe, estaba en pleno desarrollo el enfrentamiento en sede judicial entre los gobiernos de la Ciudad y de la Nación, luego del éxito en primera instancia del gobierno de la Ciudad en la Justicia y un fallo de un Juez Federal en contra de la decisión anterior, de modo que ahora será la Corte Suprema la que defina, en particular si el gobierno de la Ciudad de Buenos Aires puede negarse legalmente a acatar la disposición presidencial de suspensión de clases presenciales.

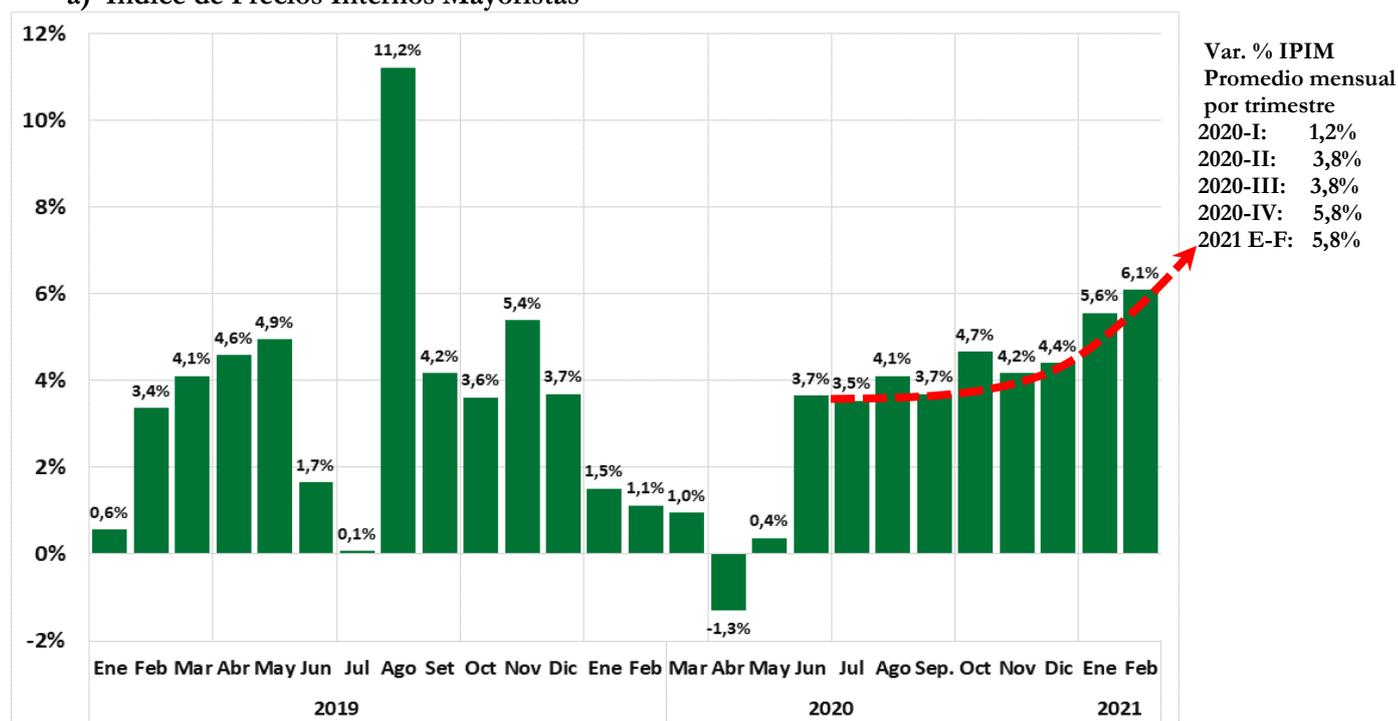
La sorpresiva decisión presidencial ha deteriorado la confianza en el Poder Ejecutivo Nacional para coordinar políticas, frente a una aceleración de **contagios y muertes que se espera que siga sin pausa por los próximos próximos 30-60 días**. La pérdida de credibilidad en las autoridades nacionales ha generalizado la expectativa de **que la nueva restricción no tendrá durará sólo 15 días según lo anunciado, sino que se extenderá por tiempo indefinido**. Al cierre de este informe, sólo las provincias de Buenos Aires, Catamarca, Formosa y La Rioja adhirieron a la suspensión total de clases presenciales. Santa Cruz, nunca retornó a la presencialidad, salvo algunas localidades sin contagios por circulación comunitaria. **De no aplicarse las nuevas restricciones de manera más flexible y mejor organizada que en 2020, tendrá efectos negativos sobre la actividad económica y el empleo, y también sobre las chances electorales para el gobierno en las elecciones primarias que se celebrarían en septiembre y las legislativas en noviembre.**

2. *La economía, al ritmo de la inflación y de controles invasivos.*

La incipiente reactivación industrial de fines de 2020 alentó al ministro de Economía Martín Guzmán a sostener una proyección de crecimiento del PBI en 2021 de 7%, más alta aun al 5,5% del mensaje al Congreso para la Ley de Presupuesto 2021. De extenderse las restricciones a la circulación de personas hasta mediados del 3er trimestre, el daño sobre el mercado interno conducirá a una parálisis visible al menos en el primer semestre, que perfila más factible un crecimiento del PBI para este año entre 2% y 4%. La caída de actividad de 2020 no fue suficiente para enfriar la demanda y lograr una desaceleración inflacionaria para que hoy sea creíble la proyección oficial de inflación de 29% para 2021. Contra lo que deseado por el Gobierno, la inflación no sólo supera los registros de la mayoría de países del mundo, sino que parece ubicarse ya en un sendero de preocupante aceleración:

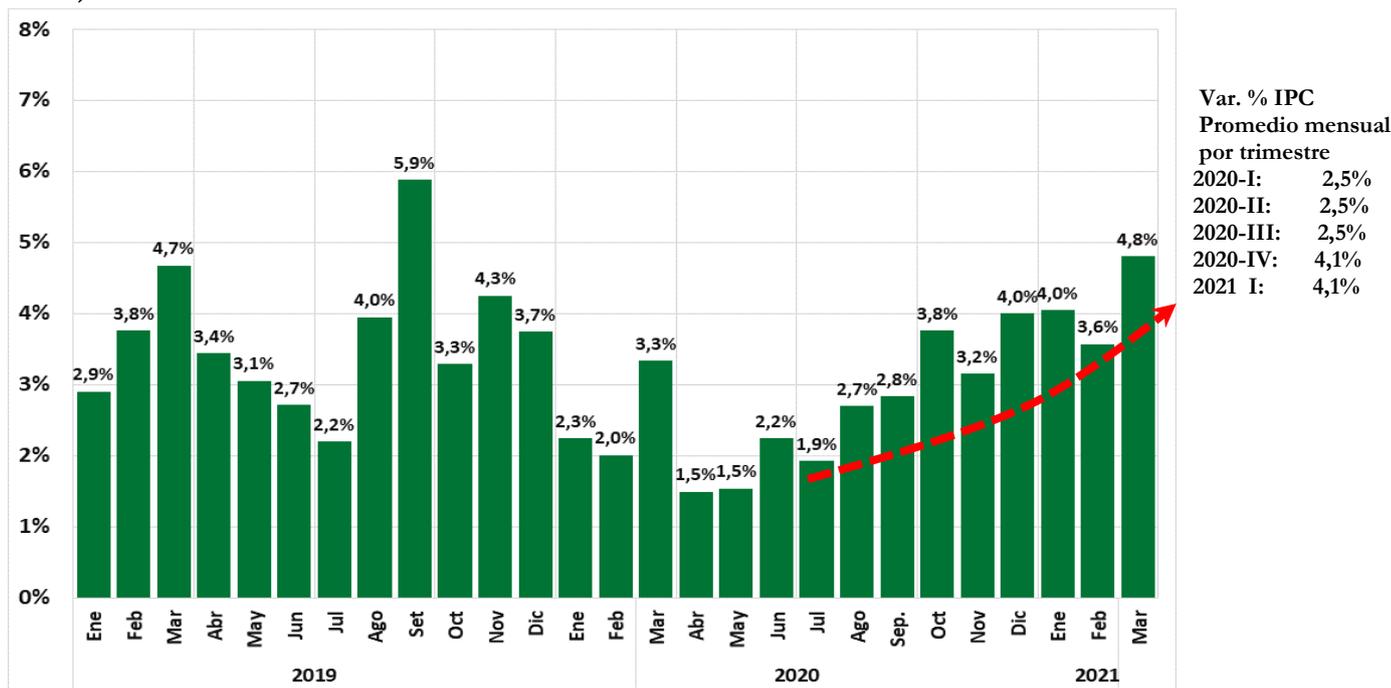
GRÁFICO 3: ÍNDICES DE PRECIOS INTERNOS MAYORISTAS Y AL CONSUMIDOR

a) Índice de Precios Internos Mayoristas



Fuente: INDEC

b) Índice de Precios al Consumidor



Fuente: INDEC

En las últimas semanas la Secretaría de Comercio Interior ha cobrado mayor relevancia en las acciones estatales de control de mercados para frenar la suba de precios. Se encuentra activa para extender programas de precios máximos de referencia, pero **también ha implementado exigencias a las empresas de comercio y servicios para informar stocks de mercadería no vendida**. Además, **por la resolución 330/2021 la Secretaría de Comercio resolvió intimar a empresas de comercio e industria para producir y comercializar productos al máximo de su capacidad instalada**. A su vez en materia de comercio exterior, varias cámaras empresariales han manifestado su preocupación en cuanto a los controles a las importaciones por varios motivos:

- Falta de un criterio preciso para determinar las importaciones importadas de manera anticipada, lo que complica las decisiones de no pocas empresas para determinar cuándo conviene importar.
- Demoras, y en varios casos falta de respuesta a reclamos de empresas.
- Creciente malestar por exigencias de proyecciones de importaciones, actividad, empleo, cuya desestimación por funcionarios del ministerio, o excesivas demoras no parecerían responder a criterios claramente definidos, además de las quejas por las demoras en las respuestas y por el trámite de exigencia de formulario de SIMI aprobada³

En particular las demoras en la aprobación de Licencias No Automáticas por parte de la Dirección de Gestión Comercial Externa señalada por la mayoría de los importadores como el área donde “se traba todo”, ha motivado acciones de amparo de las empresas, con sentencia favorable en sede judicial en no menos de 200 casos para obligar a las entidades a liberar divisas y realizar las transferencias a las contrapartes del exterior. También hay quejas respecto de que aun superado dicho trámite, y la mercadería queda llamativamente retenida en los puertos, forzando a gastos extra por día aumentando aun más los costos para su liberación

A esto se ha sumado el anuncio desde hace algunas semanas vía “trascendidos de prensa” de la aplicación de restricciones a las exportaciones, básicamente de carne vacuna, pollos y lácteos. A esto ha seguido la resolución 60/2021 del 15 de abril del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca que, “con el objetivo de establecer controles sistémicos” incorporó al Registro Único de Operadores de la Cadena Agroindustrial (RUCA) a exportadores de granos, de ganado y carnes y de lácteos. Claramente, esto ha generado también malestar, ya que se lo interpreta como el retorno al régimen de controles previos a diciembre de 2015 para restringir importaciones y asegurar oferta interna suficiente como para reducir

³ Es la Declaración Jurada Anticipada de Importaciones (DJAI) del período 2012-2015, conocido como “formulario SIMI” o directamente SIMI, (por alusión al sistema informático Sistema Integrado de Monitoreo de Importaciones en funcionamiento desde diciembre de 2015).

la inflación. También se ha establecido la obligatoriedad del “troceo” de carnes para su comercialización interna a partir de 2022, y por otro lado un eventual acuerdo con productores de insumos industriales y de materiales de construcción para mantener sin cambios por varios meses los precios vigentes en marzo pasado.

El éxito de esta estrategia es, de mínima, dudoso. **La inflación de marzo superó hasta los pronósticos privados más pesimistas.** Además de ser la mayor desde septiembre de 2019, muestra el fracaso de la estrategia de control de precios y del comercio exterior, así como del uso del atraso de las tarifas públicas y del tipo de cambio como “anclas nominales”. Algo obviamente insostenible mientras se siguen autorizando subas de precios de combustibles (a veces más de una en el mes) y frente a una realidad que arrancó en marzo con suba de costo de la educación privada, y sigue este mes y el próximo con subas en medicina prepaga, algunos peajes, y se esperan desde mayo subas en las tarifas de gas natural y de electricidad.

Cargar la aceleración inflacionaria a “los precios internacionales” carece de sentido. Si ese fuera el caso, toda América Latina, debería moverse en línea con la inflación argentina. Salvo Venezuela en hiperinflación y Argentina, la casi totalidad de los países de América Latina muestran tasas de inflación más cercanas a los de los países desarrollados que a la de nuestro país.

Las explicaciones oficiales giran en torno de una idea que parece confundir nivel con tasas de variación de precios: la inflación sería fruto de una “puja distributiva” y de “los grupos concentrados”. **Con gran esfuerzo, tratan de sostener que la inflación es “multicausal” y que la emisión monetaria no cuenta. Pero la realidad es implacable: en 2020 el IPC aumentó 36,1%, los precios mayoristas (IPIM) aumentaron 35,4% la base monetaria 30,3%.** Sin un diagnóstico mínimamente realista y un programa de estabilización bien diseñado, **nada permite aceptar como viable un acercamiento, siquiera, a la meta oficial de un 29% de inflación para este año.**

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: ACELERANDO A FONDO

Jorge Viñas

El FMI revisó nuevamente al alza las proyecciones de crecimiento global, impulsando una nueva distribución de DEG entre sus miembros y recomendando la introducción de un “impuesto solidario” para financiar la recuperación de la pandemia. En EE.UU., los datos de marzo muestran que la economía consolida su recuperación, mientras la campaña de vacunación bate récords. Al mismo tiempo, el gobierno de Biden impulsa un amplio plan de infraestructura para potenciar el crecimiento económico en los próximos años.

1. FMI: nuevas estimaciones y nuevas iniciativas frente a la pandemia.

A más de un año del estallido de la pandemia del coronavirus, la economía global continúa lidiando con sus consecuencias. Las estimaciones más recientes del FMI, contenidas en el World Economic Outlook (WEO) de abril de 2021 que acaba de ser publicado, dan cuenta de que la contracción del producto mundial en 2020 terminó siendo del -3,3%, más suave de lo que se había estimado en la última actualización de enero de 2021 (-3,8%) y en el WEO anterior de octubre de 2020 (-4,4%).

Se trata de una caída de la actividad sin precedentes en términos de su velocidad y su grado de sincronización global, pero que podría haber sido todavía mucho peor. Según el staff del FMI, de no haber sido por las políticas extraordinarias de asistencia implementadas, la caída podría haber sido 3 veces más fuerte. Dichas políticas llevaron a un fuerte aumento del endeudamiento de los gobiernos: los países desarrollados tomaron deuda por 11,7% del PIB mientras que los países emergentes lo hicieron por 9,8% del PIB. Sin embargo, para el organismo el impacto negativo del mayor endeudamiento se ve mitigado por el bajo nivel de las tasas de interés a nivel global.

Para el año 2021, las nuevas estimaciones apuntan a una recuperación más firme que en las publicaciones previas, proyectando un crecimiento del 6% **(+0,5 p.p. respecto a enero de 2021 y +0,8 p.p. respecto a octubre de 2020)**. La revisión al alza refleja principalmente el impacto de mayores estímulos fiscales en algunos países, una recuperación más fuerte en el segundo semestre gracias al progreso de las campañas de vacunación, y la capacidad de adaptación que continúa mostrando la actividad económica ante los niveles reducidos de movilidad. Sin embargo, el informe destaca las fuertes divergencias en la recuperación entre

países y sectores económicos, reflejando la distinta magnitud de los daños causados por la pandemia, así como el diferente alcance y eficacia de las políticas aplicadas para contrarrestar sus efectos.

CUADRO 2. FMI. PROYECCIONES DE CRECIMIENTO GLOBAL - ABRIL DE 2021 – EN PORCENTAJE

	Crecimiento del PIB			Diferencias 2021e vs.	
	2020	2021e	2022e	ene-21	oct-20
PIB Mundial	-3,3	6,0	4,4	0,5	0,8
Países desarrollados	-4,7	5,1	3,6	0,8	1,2
EE.UU.	-3,5	6,4	3,5	1,3	3,3
Eurozona	-6,6	4,4	3,8	0,2	-0,8
Reino Unido	-9,9	5,3	5,1	0,8	-0,6
Japón	-4,8	3,3	2,5	0,2	1,0
Países Emergentes	-2,2	6,7	5,0	0,4	0,7
Asia Emergente	-1,0	8,6	6,0	0,3	0,6
China	2,3	8,4	5,6	0,3	0,2
India	-8,0	12,5	6,9	1,0	3,7
ASEAN-5	-3,4	4,9	6,1	-0,3	-1,3
Europa Emergente	-2,0	4,4	3,9	0,4	0,5
Rusia	3,1	3,8	3,8	0,8	1,0
Latinoamérica y Caribe	-7,0	4,6	3,1	0,5	1,0
Brasil	-4,1	3,7	2,6	0,3	-0,2
México	-8,2	5,0	3,0	0,7	1,5
Sudáfrica	-7,0	3,1	2,0	0,3	0,1

Fuente: FMI

En este sentido, EE.UU. está sacando amplias ventajas, gracias a los planes masivos de estímulo monetario y fiscal, que se extienden al año en curso, así como al rápido avance de los programas de vacunación. Esto lleva a que sea el país con la mayor revisión al alza de la estimación de crecimiento para 2021 (+1,3 p.p. respecto a enero de 2021 y +3,3 p.p. respecto a octubre de 2020), **proyectando ahora un crecimiento del 6,4%, por encima del promedio mundial y de los países desarrollados**. Adicionalmente, el FMI proyecta que la economía de EE.UU. será la primera entre los países desarrollados en recuperar el nivel de producto del cuarto trimestre de 2019, en el transcurso del primer semestre de 2021. Para la Eurozona se proyecta un crecimiento inferior al de EE.UU., a pesar de que la caída en 2020 fue más abrupta, con una menor revisión al alza respecto a las estimaciones previas. Sin embargo, debe destacarse que las perspectivas para la Eurozona muestran una mejora respecto a principios de año, cuando las nuevas medidas restrictivas para hacer frente a la segunda ola y a las nuevas cepas del Covid-19 amenazaban con frenar abruptamente la recuperación en marcha.

La evidencia muestra que la actividad económica europea ha conseguido adaptarse y acomodarse a las restricciones, de modo tal que el impacto negativo ha sido más leve a lo esperado. Además, se espera que en el segundo trimestre de 2021 se acelere significativamente el ritmo de vacunación, lo que permitiría una vuelta a la normalidad y una recuperación más rápida en el segundo semestre. En el caso del Reino Unido, la revisión al alza respecto a enero es más fuerte que en la Eurozona, debido principalmente al mayor progreso que han logrado los británicos en materia de vacunación hasta ahora, lo que favorece un retorno más veloz a la actividad normal. Tanto la Eurozona como el Reino Unido recién recuperarían el nivel de producto del cuarto trimestre de 2019 en el transcurso de 2022.

En el caso de los países emergentes, la revisión al alza del crecimiento proyectado para 2021 por el staff del FMI es inferior a la del agregado de países desarrollados. Aquí existe una fuerte diferenciación entre China, que es por lejos la mayor economía del grupo⁴, y el resto de los países emergentes. **China fue el primer país en el mundo en controlar la pandemia y en recuperarse, siendo prácticamente el único país del mundo con crecimiento positivo en 2020. Para 2021, China continuará liderando el crecimiento mundial, con una estimación de 8,4%**. Sin embargo, el gobierno chino está empezando a reducir las políticas de estímulo aplicadas el año pasado, con el objetivo de evitar un recalentamiento de la economía y, especialmente, un desborde de especulación financiera alimentada por un apalancamiento excesivo. Esto limita la posibilidad de revisiones significativas al alza.

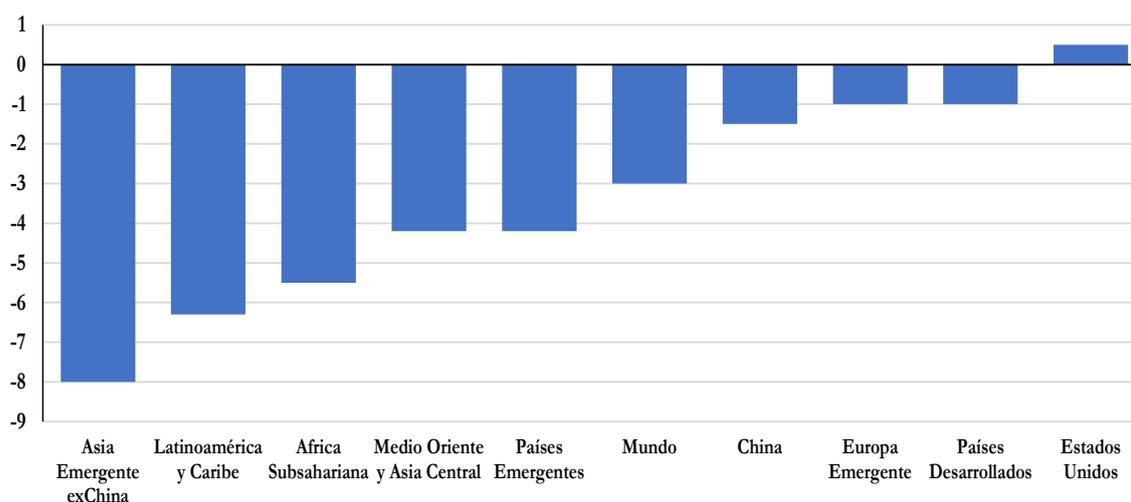
⁴ El PIB de China de 2020 representa el 32% del agregado de países emergentes que emplea el FMI en sus estadísticas y proyecciones.

Por otro lado, el resto de los países emergentes y de menores ingresos enfrenta serios desafíos en materia sanitaria, así como una limitada capacidad para impulsar políticas de estímulo para contrarrestar los efectos negativos de la pandemia. En efecto, la mayoría de este grupo es poco probable que consiga proveerse de suficientes vacunas como para alcanzar un mínimo nivel de inmunización para retornar a la actividad normal en el transcurso de 2021. Además, ante la debilidad que exhiben sus sistemas sanitarios, es probable que deban recurrir a nuevas medidas de aislamiento para evitar su colapso. Dado que los gobiernos en general carecen de recursos suficientes o de capacidad de financiamiento para extender los planes de asistencia a familias y empresas afectadas por las medidas restrictivas, el impacto negativo de las mismas será superior al de medidas similares en países desarrollados.

Una de las regiones más afectadas es Latinoamérica, donde a pesar de que la contracción del producto en 2020 fue de las peores en el mundo, con una caída de -7%, la recuperación estimada para 2021 es de sólo 4,6%, con una revisión al alza de 0,5 p.p. respecto a enero. El aumento significativo de casos en Brasil, Chile (a pesar de ser el país de la región con mayor avance de la vacunación), Paraguay, Uruguay, y más recientemente en Argentina, está llevando al límite los sistemas de salud, forzando a los gobiernos a adoptar medidas restrictivas, generalmente contra su voluntad, conscientes de su margen de maniobra limitado para auxiliar al sector privado. Pero las dificultades para lidiar con la pandemia también se sienten en Asia, aunque con menor impacto en términos de contracción económica que en Latinoamérica. La persistencia de un elevado nivel de casos en países como Indonesia y Malasia ha llevado a una revisión a la baja del crecimiento estimado para 2021 en los países del Sudeste de Asia agrupados en el ASEAN-5⁵. También hay que seguir con atención el caso de India, donde el levantamiento de las medidas de aislamiento ha llevado a una fuerte revisión al alza de la estimación de crecimiento para 2021, pero que está experimentando un fuerte aumento de contagios⁶, lo que podría llevar a una reversión del proceso de apertura y de la mejora de estimaciones. Finalmente, el staff del FMI advierte que las fuertes divergencias que se aprecian en las proyecciones de crecimiento de corto plazo tenderán a extenderse y agravarse en el mediano plazo. Esto se debe a que los países que están sufriendo las consecuencias de la pandemia con mayor severidad, deberán lidiar con secuelas estructurales que reducirán su crecimiento potencial en mayor magnitud⁷.

Como medida del impacto negativo sobre el PIB de mediano plazo de las consecuencias del COVID-19, en el gráfico 4 se presentan las revisiones al nivel de PIB estimado para el año 2024 por el FMI entre enero de 2020 y abril de 2021, es decir, entre las estimaciones previas a la pandemia y las actuales. En el mismo, se advierte **que EE.UU. es el único que exhibe una revisión positiva, mientras que los países emergentes de Asia excluyendo a China y de Latinoamérica son los que presentan las mayores revisiones negativas.**

GRÁFICO 4. FMI. REVISIONES AL PIB 2024E POR REGIÓN ENTRE ENERO DE 2020 Y ABRIL DE 2021
 puntos porcentuales



Fuente: FMI

⁵ Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam.

⁶ El 7 de abril India registró 125.000 nuevos casos, la mayor cantidad para un país individual en el mundo ese día.

⁷ Un ejemplo de dichas secuelas es el de la educación. Los países donde la pandemia ha forzado a recurrir a la educación a distancia por períodos prolongados, con amplios sectores de la población con limitaciones de acceso a la conectividad digital por cuestiones de atraso tecnológico y desigualdad social, están sufriendo un grave deterioro en el nivel educativo de sus jóvenes. Esto anticipa una pérdida mayor de productividad relativa y de competitividad a futuro.

Para contribuir a la recuperación de la economía mundial y reafirmar su compromiso con la superación de la peor recesión global desde la Gran Depresión del '30, el FMI está proponiendo una nueva asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) por el equivalente a U\$S 650.000 millones, que será presentada formalmente a la Junta Directiva del organismo en junio. Según su directora, Kristalina Georgieva, la nueva asignación de DEG representará una inyección de liquidez directa y sustancial para los países, sin incrementar la carga de sus deudas. También liberará recursos para que los países apliquen a la lucha contra el coronavirus, incluyendo el apoyo para los planes de vacunación y otras medidas urgentes

Por otro lado, el FMI ha propuesto un “impuesto solidario” a los ganadores de la pandemia y a los ricos, en la forma de una “contribución temporaria para la recuperación del Covid-19”. Dicha iniciativa apunta a cubrir las necesidades de financiamiento provocadas por la pandemia y mitigar las desigualdades sociales exacerbadas por la crisis sanitaria y económica, y así mantener la cohesión social.

Según el organismo, los países desarrollados, con sistemas tributarios robustos, deberían aumentar las alícuotas del impuesto a las ganancias para los rangos de ingresos más altos, citando como ejemplo el impuesto solidario que introdujo Alemania luego de la unificación. También debería considerarse un impuesto especial a las ganancias extraordinarias de aquellas compañías que obtuvieron ganancias inusualmente elevadas en 2020. Para algunos, esta iniciativa es una muestra más del cambio de orientación del FMI en términos de las políticas que ha impulsado históricamente.

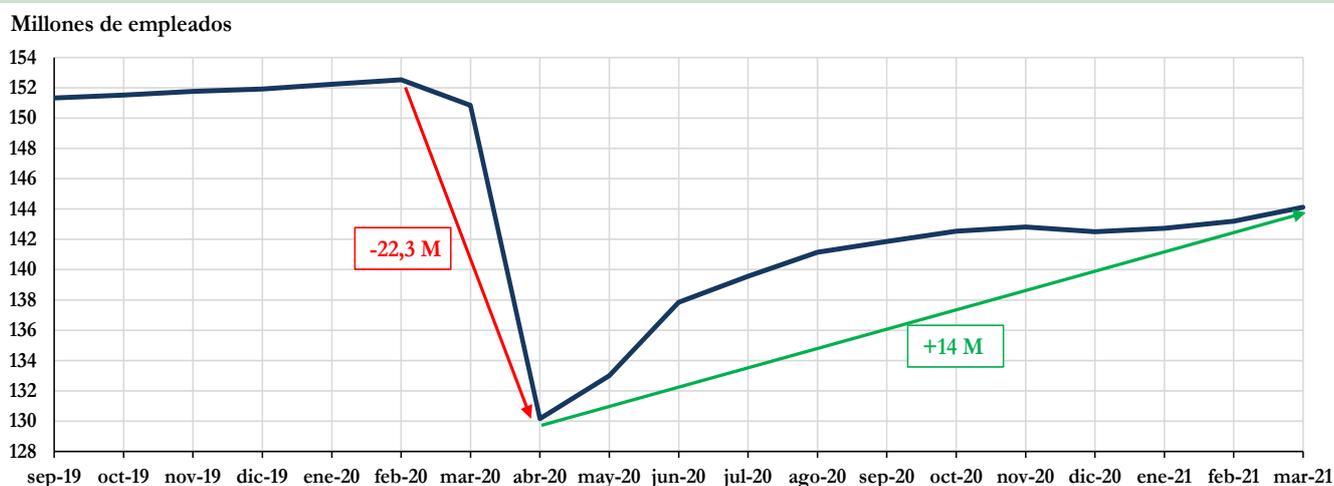
2. EE.UU.: datos de empleo y de actividad muestran que la recuperación toma nuevo impulso.

Tras la aprobación del nuevo paquete fiscal de asistencia por U\$S 1,9 billones en la primera parte de marzo, la recuperación de la economía de EE.UU. parece haber cobrado nuevo impulso. En primer lugar, los datos de empleo de marzo muestran un fuerte salto en la creación de nuevos puestos de trabajo. En el último mes se crearon 916.000 empleos netos, frente a 416.000 de febrero y un promedio de 342.500 en los últimos 6 meses. La cifra de marzo superó ampliamente las estimaciones de consenso, que según el relevamiento de Bloomberg se ubicaba en 660.000.

La tasa de desempleo registró una nueva baja a 6,0%, frente al 6,2% de febrero, alcanzando un nuevo mínimo desde que la propagación de la pandemia llevara la tasa de desempleo a un pico de 14,8% en abril de 2020. La medición más amplia de población con problemas laborales, que incluye también a los subempleados y a los desalentados que han dejado de buscar empleo, que para muchos brinda mejor información sobre el estado del mercado laboral en el actual contexto de la pandemia, también registró una baja a 10,7%, nuevo mínimo desde tocar un pico de 22,9% en abril de 2020.

De todos modos, de los 22,3 millones de empleos que se perdieron en los primeros meses de la pandemia, hasta ahora se han recuperado 14 millones (véase el gráfico 5), quedando todavía un largo recorrido para la normalización del mercado laboral, pero si se sostiene el ritmo de creación de nuevos puestos de trabajo de marzo, la meta no luce tan lejana.

GRÁFICO 5. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL EMPLEO TOTAL NO AGRÍCOLA

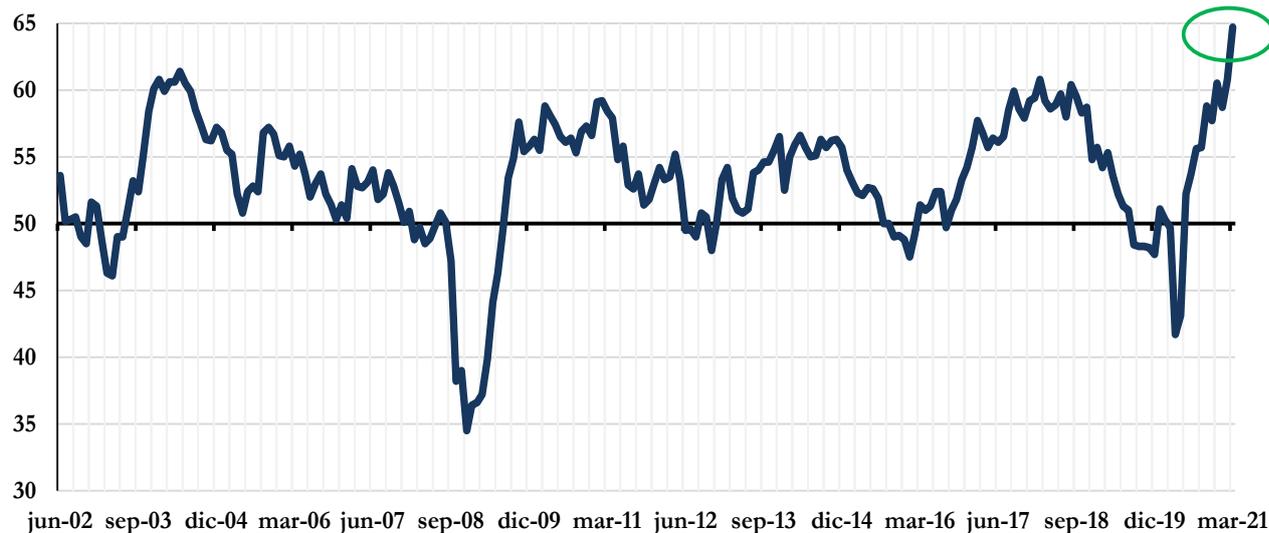


Fuente: Bloomberg

Luego, las encuestas de actividad ISM de cobertura nacional dan cuenta de una aceleración en el ritmo de actividad en marzo, tanto del sector manufacturero como de los de servicios. Por un lado, **el ISM Manufacturing confirma que la industria manufacturera está experimentando un auténtico boom, alcanzando en marzo el registro de 64,7, algo que no ocurría desde el año 1983 (véase el gráfico6).**

Tanto o más relevante es el récord de 63,7 alcanzado por el ISM de Servicios, ya que los sectores de servicios han sido los más castigados por el distanciamiento social y la reducción de la movilidad. Los sectores de servicios son claves para la generación de empleo. El fuerte salto de marzo estaría indicando que el avance de la campaña de vacunación está efectivamente contribuyendo a la normalización de estos sectores.

GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA ENCUESTA ISM MANUFACTURING



Fuente: Bloomberg

Por ello, resulta tan importante los claros progresos que está logrando EE.UU. en materia de vacunación. Semana a semana se van alcanzando nuevos récords de aplicaciones diarias de vacunas, siendo el último de 4,6 millones de dosis aplicadas el día 9 de abril. De esta forma, según el último dato al 11 de abril, ya han sido vacunadas al menos con una dosis 119,2 millones de personas, que representan el 36% de la población total de EE.UU., mientras que 72,6 millones (22% de la población) recibieron las dos dosis. A medida que aumenta la proporción de la población vacunada, las vacunas van siendo puestas a disposición de sectores más amplios de la población, sin restricciones de edad o condición sanitaria. El Presidente Biden ha puesto como meta para el 19 de abril que el 90% de los adultos estén vacunados. Esto aumenta las perspectivas de una plena normalización de la actividad económica para el segundo semestre de 2021.

En este contexto, el Presidente de la Reserva Federal, J. Powell, brindó una entrevista hace dos semanas que la economía de EE.UU. está entrando en un **período prolongado de fuerte crecimiento y creación de empleo**. Sostuvo una vez más la postura del comité de política monetaria de mantener la tasa de Fondos Federales en el piso actual de 0% mientras la economía no alcance el pleno empleo y mientras la inflación no supere un promedio de 2%, lo que significa que puede ubicarse moderadamente por encima del 2% por un período relativamente largo sin promover un cambio en la política monetaria. Al respecto, consideró altamente improbable que se den las condiciones para subir la tasa en el transcurso de este año.

Hay que recordar que las proyecciones de los miembros de la Fed tras la última reunión de marzo siguen postergando hasta 2023 la primera suba de tasas. También **desestimó el potencial impacto inflacionario del déficit fiscal generado por los sucesivos planes de asistencia, a lo que se puede sumar el plan de infraestructura que está impulsando el Presidente Biden, afirmando que tras la gran crisis financiera de 2008-2009 el déficit fiscal también aumentó significativamente y sin embargo la inflación nunca apareció**. Aceptó que eventualmente el déficit fiscal deberá ser corregido, pero no antes de que la economía se recupere plenamente.

La mejora de la actividad económica junto con el mayor activismo fiscal del nuevo gobierno, continúan presionando al alza las tasas de mercado de mediano y largo plazo. El rendimiento del bono del Tesoro a 10 años ya

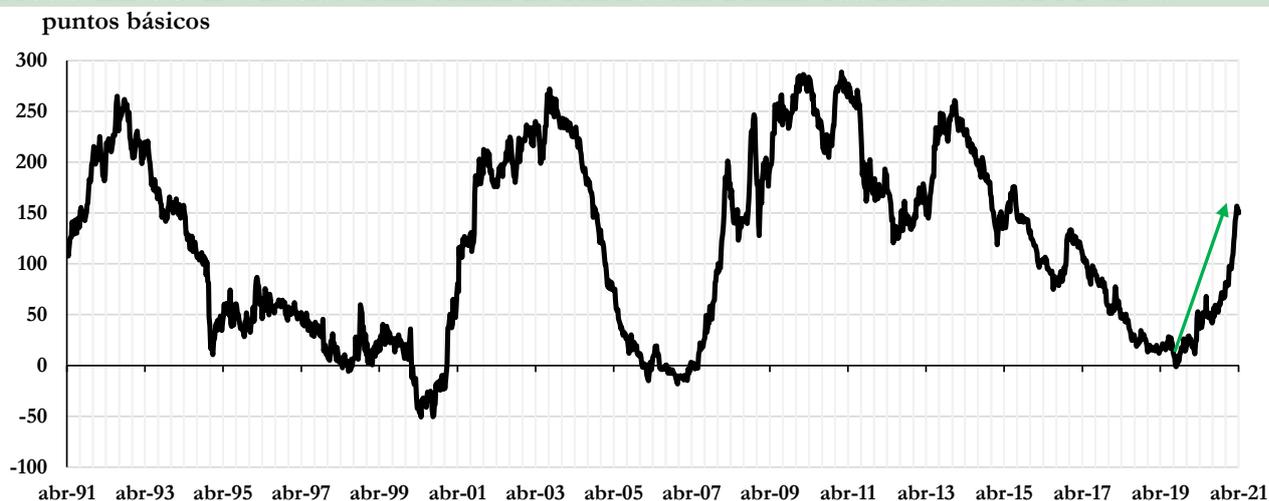
acumula una suba de 75 puntos básicos (p.b.) desde comienzos del año 2021, ubicándose en 1,66% al cierre del 12 de abril, tras haber tocado un pico de 1,75% al cierre de marzo. La postura expansiva de la Fed, con la promesa de mantener los estímulos monetarios aun cuando la economía está entrando en franca recuperación, mantiene “anclada” la parte corta de la curva de rendimientos en niveles próximos a 0%, generando un fuerte empinamiento de la curva de rendimientos.

El spread entre los rendimientos de los bonos del Tesoro a 2 y 10 años pasó de 80 p.b. a fines de 2020 a 150 p.b. en la actualidad, el más alto en los últimos 6 años. Sin embargo, si se mira la historia todavía tiene margen para una mayor ampliación. A la salida de recesiones previas ha llegado a tocar un máximo de 290 p.b., casi el doble que el actual (véase el gráfico 7).

La trayectoria de las tasas dependerá en buena medida del comportamiento de la inflación y de las expectativas inflacionarias. Para los próximos meses se espera una aceleración transitoria de la inflación, dado que la base de comparación es con los peores meses de la pandemia.

El riesgo es que, con la Fed manteniendo una postura tan laxa, el salto transitorio de la inflación pueda tener algún efecto sobre las expectativas inflacionarias que genere un impacto más permanente. Hacia adelante, la inflación será el principal indicador para determinar los límites del actual experimento de política monetaria y fiscal fuertemente expansivas.

GRÁFICO 7. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL SPREAD ENTRE LOS RENDIMIENTOS DE BONOS A 2 Y 10 AÑOS



Fuente: Bloomberg

3. El nuevo plan de inversión pública de Biden y la reforma impositiva de Yellen.

El Presidente Biden anunció un plan de infraestructura por un total de U\$S 2,25 BNs que deberá ser aprobado por el Congreso. El plan, denominado “*American Jobs Plan*” (AJP), abarca no sólo obras de infraestructura tradicional, sino también inversiones en protección del medio ambiente e inversiones en investigación y desarrollo tecnológico. Según estimaciones de Moodys citadas por la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, el AJP podría sumar 1,6% al PIB de EE.UU. para el año 2024. Adicionalmente, el AJP es la primera parte del plan más amplio de gobierno, denominado “*Build Back Better*” (BBB), que incluye también una segunda etapa destinada a inversiones para bienestar social, el “*American Families Plan*” (AFP), que llevaría el presupuesto total a niveles de **U\$S 3-4 BN**. El paquete que impulsa Biden se completa con una reforma impositiva, que consiste principalmente de aumento de impuestos corporativos destinados a financiar los planes de inversión pública.

La reforma impositiva, que ha sido diseñada por Yellen, apunta a desarmar las rebajas impositivas de la reforma tributaria de Trump y, según los cálculos oficiales, alcanzaría para cubrir plenamente el costo de los planes de inversión pública, por lo que no generarían aumento del déficit fiscal. **Los puntos principales de la misma abarcan: 1) la suba de la alícuota del impuesto a las ganancias corporativas de 21% a 28%, y 2) la introducción de un impuesto mínimo a las ganancias obtenidas en el extranjero.**

Según Yellen, la reforma de Trump favoreció la extranjerización de las ganancias de las corporaciones estadounidenses, al facilitar el “arbitraje tributario”, permitiendo que las multinacionales asignen libremente sus ganancias entre distintas jurisdicciones de manera de minimizar el pago de impuestos. La secretaria del Tesoro también sostiene que dicha política incentivó la guerra tributaria entre países, donde cada país busca atraer a las empresas con impuestos más bajos, terminando en un esquema destructivo para todos que lleva al desfinanciamiento del sector público. Para Yellen, su reforma evitará que alrededor de U\$S 2 billones de dólares de la base imponible de ganancias corporativas se vayan de EE.UU. hacia el exterior. Sus críticos sostienen que se trata de una iniciativa muy agresiva en términos internacionales, que incluso algunos comparan con la “guerra comercial” de Trump, al forzar a las empresas a redireccionar sus actividades del resto del mundo hacia EE.UU.

Tanto los planes de inversión pública como la reforma tributaria deben ser aprobados por el Congreso. Si bien los demócratas controlan ambas cámaras, la ínfima mayoría que detentan en el Senado, donde sólo inclina la balanza en su favor la vicepresidente Harris, puede complicar el pasaje de ambas iniciativas. Las normas internas del Senado requieren que algunas leyes cuenten para su tratamiento con 60 votos a favor.

Los demócratas tienen 50 senadores, por lo que requerirían el apoyo de 10 senadores republicanos. Difícilmente los republicanos apoyen estas iniciativas tal cual han sido propuestas por Biden. Si bien existe la posibilidad de aprobar la mayor parte de su contenido a través del recurso denominado “reconciliación presupuestaria”, eso rompería todos los puentes de negociación con los republicanos. Probablemente Biden prefiera corregir los proyectos, especialmente el de reforma tributaria con tal de lograr apoyo parcial de los republicanos. Además, no todos los senadores demócratas apoyan plenamente las iniciativas del presidente, habiendo seguramente varios de los estados más conservadores que no están dispuestos a avalar la suba de impuestos corporativos. En definitiva, tiene más chances de ser aprobados, por un camino u otro, los planes de infraestructura que la reforma impositiva tal cual está. **Lo que seguramente derivará en un nuevo aumento del déficit fiscal, que el año próximo podría sumar entre U\$S 250.000 y 500.000 M adicionales.**

LA CAÍDA DE ARCHEGOS CAPITAL

Leandro Marcarian

El fondo de inversiones familiares Archegos Capital se desplomó a fines de marzo, con impacto negativo en varios grandes bancos de inversión. El episodio ha reavivado el temor por una nueva crisis financiera, comparable a la de 2008 y abre las puertas a mayores regulaciones al llamado “shadow banking”.

Los últimos días de marzo fueron tumultuosos para Wall Street. Para sorpresa de varios, el fondo Archegos Capital debió liquidar sus posiciones, en un “fire sale” que empujó a varios bancos inversores a revisar sus resultados del primer trimestre a la baja. El manager del fondo es un viejo conocido del sistema financiero norteamericano, Bill Hwang.

Este financista comenzó su carrera como manager de fondos a inicios de los 2000. Gracias a un aporte de U\$S 25 M de su mentor, el multimillonario Julian Robertson, fundó Tiger Asia Management en 2001 y logró transformar ese capital inicial en activos valuados en **U\$S 5.000 M**. Sin embargo, no todo eso se consiguió por la vía lícita. La Security Exchange Commission (SEC), el ente regulador del mercado de capitales norteamericano lo acusó de abuso de información privilegiada, gracias a la cual se dice que logró ganar unos **U\$S 16.700 M**. Hwang se vio obligado a pagar unos U\$S 44 M para resolver los cargos con la SEC. La otra penalidad que se le impuso fue que se le prohibió el manejo de fondos de terceros.

Ante la imposibilidad de manejar el dinero de otros, Hwang fundó Archegos Capital, una “family office”, un fondo de inversiones dedicado a manejar la riqueza de su propia familia⁸. Una de las características de los family office es que no están sujetas a la regulación de la SEC. Particularmente, al conformar Archegos Capital como un family office, Hwang no estaba obligado a informar sobre sus tenencias, posición o niveles de apalancamiento. En cambio, cualquier hedge fund que posea más del 5% de las acciones de alguna empresa, debe comunicarlo de forma pública. El hecho de que los family office no estén sujetos a esta regulación es con el objetivo de proteger la privacidad de quienes invierten en dichos fondos.

⁸ El valor de su riqueza familiar no queda claro, ya que hay estimaciones que la ubicaban entre los USD 10.000 y USD 50.000 millones, previo a la caída de su fondo.

Esto tiene sentido para las pequeñas oficinas familiares, pero ya no si crecen hasta manejar fondos dignos de un *hedge fund*, dado que pueden aumentar el riesgo sistémico.

Para que el fiasco de Archegos se realizara se necesitó un condimento adicional. Hwang usó un instrumento particular para financiar sus inversiones, llamado *contract for difference* (CFD). Éstos son una versión particular de un swap, es decir, son contratos en donde el comprador (Archegos) se compromete a un pago fijo – una tasa – mientras que el vendedor (los bancos de inversión que prestaron dinero a Hwang) se compromete a pagos en función del retorno sobre el activo subyacente a la operación.

Estos swaps son atractivos para los bancos porque eliminan parte del riesgo. Los bancos cobran siempre una tasa fija, y solo pagan si el activo subió de precio. A su vez, si esos activos empiezan a caer de precio, los bancos se pueden deshacer de ellos y limitar las pérdidas, ya que, durante la transacción, esos activos figuran en los balances de los bancos (y no en los de Archegos). El beneficio para el comprador es que puede acceder a grandes posiciones con un nivel de capital propio mínimo. En el caso de Archegos, se estima que **solo el 15% del valor era capital propio**. El resto, aportado por los bancos.

La sumatoria de ser una *family office* que no presenta información a la SEC sobre sus posiciones, con los contratos de swaps que hacían que los activos no figuren en los balances de Archegos, le privó de información importante a los bancos. Éstos nunca supieron que Archego tenía múltiples contratos de swaps con diversos bancos, por las mismas acciones, lo que le permitió amasar una fortuna en acciones, sin contar con el capital necesario. Es decir, llevó su nivel de apalancamiento más allá de sus posibilidades, y el mercado financiero internacional nunca tuvo la oportunidad de saberlo. Si bien esto de por si era riesgoso, mientras el valor de los activos siguiera subiendo, el fondo seguiría ganando. El problema surgió cuando en los últimos días de marzo, empezó a caer el precio de 8 acciones en que Archego había adquirido:

TABLA 1: VARIACIÓN DIARIA DEL PRECIO DE ACCIONES EN EL PORTFOLIO DE ARCHEGOS

	Baidu	Tencent	Vipshop	Farfetch	iQIYI	ViacomCBS	Discovery Inc.	GSX Techedu
22/03/2021	3,36%	1,48%	-0,44%	3,54%	0,97%	3,07%	-3,39%	-3,24%
23/03/2021	-1,72%	2,98%	0,73%	-4,90%	3,10%	-9,06%	-3,98%	-12,35%
24/03/2021	-8,55%	-27,08%	-21,43%	-8,41%	-19,85%	-23,18%	-13,59%	-5,36%
25/03/2021	-14,47%	-12,17%	-10,78%	-4,06%	-13,34%	-5,35%	-6,76%	-3,96%
26/03/2021	1,97%	-1,28%	-2,38%	-1,68%	-13,20%	-27,31%	-27,45%	-41,56%
29/03/2021	-1,87%	1,19%	-8,72%	-6,32%	-5,05%	-6,68%	-1,60%	-18,53%

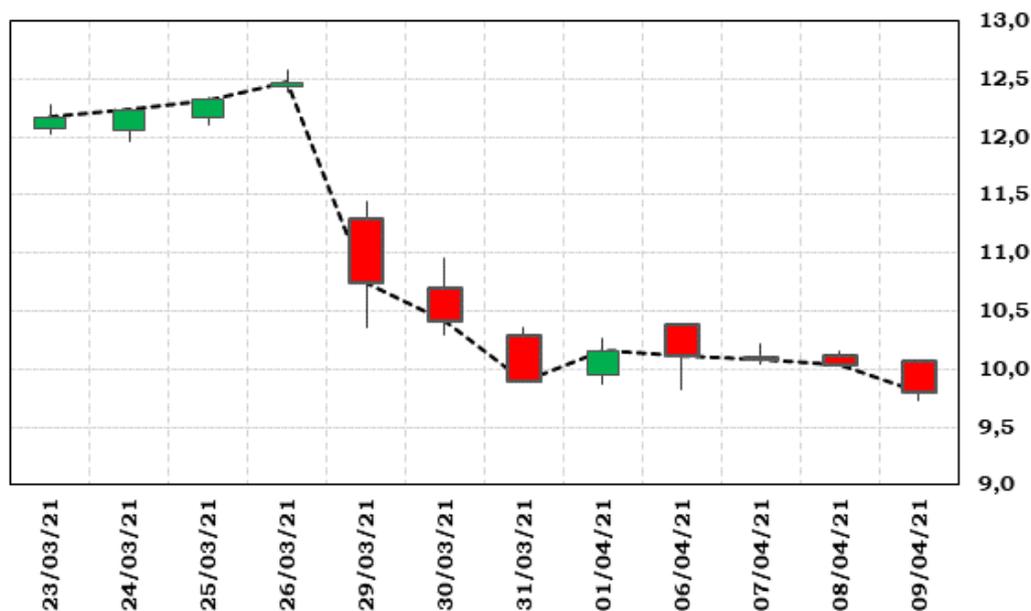
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing.

Con la baja en el precio de esas acciones, llegaron los reclamos de los bancos por más participación de capital por parte de Archegos. Como el fondo no pudo hacer frente a esos requerimientos, los bancos salieron a liquidar las posiciones, vendiendo en bloque, inundando el mercado y presionando más los precios a la baja. Todo esto desató un espiral descendiente del cual Hwang nunca pudo salir, causando pérdidas tanto para su fondo como para sus acreedores. Se estima que este “fire sale” de acciones fue por un valor de **U\$S 30.000 M.**

De los grandes bancos de inversión que trabajaban con Hwang - Morgan Stanley, UBS, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Nomura y Credit Suisse - los últimos dos son los más afectados. Los otros parecen haber podido tomar una posición temprana en el fire sale y minimizar las pérdidas. El caso de Credit Suisse es especialmente grave. La entidad ha anunciado que la caída de Archegos le significó pérdidas por más de **U\$S 4.000 M.**

Como respuesta, el banco ha dispuesto de forma inmediata la separación de sus cargos de más de media docena de ejecutivos de alto rango, como el director ejecutivo de banca de inversión y la directora de *compliance*. A su vez, los resultados trimestrales también se han visto afectados. Mientras que hasta mediados de marzo se esperaba un primer trimestre en terreno positivo, las pérdidas resultantes de la exposición al fondo de Hwang hacen que Credit Suisse ahora espere un resultado negativo antes de impuestos, superior a los U\$S 900 M. No solo eso, sino que, para solventar las pérdidas, se ha recortado la propuesta de dividendos a un tercio y se ha suspendido el programa de recompra de acciones. Todo esto ha llevado a una caída acumulada del valor de las acciones del banco de inversión suizo de un 22,8%; entre el 29 de marzo y el 9 de abril pasado.

GRÁFICO 11: PRECIO DE LA ACCIÓN DE CREDIT SUISSE ANTES Y DESPUÉS DE LA CAÍDA DE ARCHEGOS



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing.

Algunos ex miembros de la SEC afirman que la forma en que los bancos trataron el riesgo y el nivel de apalancamiento de Archegos podría ser una señal de que los bancos están extendiendo su apetito por el riesgo hacia un territorio peligroso. Eso puede llevar a un apalancamiento excesivo, a menos que un regulador como la Reserva Federal intervenga para limitar la toma de riesgos. **La preocupación es si la caída de Archegos puede ser la primera ficha del dominó, empujando a otros actores a la quiebra, y avivando los fantasmas de la crisis del 2008, la cual tuvo su puntapié inicial con la caída de Lehman Bros.**

Dicha situación ha vuelto a poner sobre la mesa el pedido por mayor regulación en el sector del *shadow banking*, esto es, en el subsector del mundo de la intermediación financiera que está por fuera del sistema de banca tradicional, y de su regulación. Por su parte, la Secretaria del Tesoro Janet Yellen dijo hace días que se reestablecerá un grupo de tareas (surgido durante la presidencia de Obama y desmantelado durante la gestión de Trump) para el análisis del nivel de riesgo que toman los hedge funds y sus efectos sobre el sistema financiero.

El punto ciego de la regulación es la falta de obligación de informar las tenencias a la SEC, lo que fue muy bien aprovechado por los *family offices*. Según Camdem Wealth, la cantidad de este tipo de empresas había aumentado en un 38% entre 2019 y 2017, manejando activos por un valor de U\$S 5,9 billones. Ernest and Young, a su vez ha estimado que el capital manejado globalmente por los *family offices* ya supera a aquel en manos de empresas de *private equity* y *venture capital*, combinadas. Una prueba contundente del aprovechamiento cada vez mayor de esa falencia de las regulaciones y que torna al sistema más inestable.

La nueva administración de Estados Unidos, mucho más propensa a las regulaciones en el mercado financiero que la de Trump, está mirando el caso de Archegos con preocupación, pero también como una oportunidad. Algunos creen que las reformas llevadas a cabo por Obama se quedaron a mitad de camino, y lo sucedido con el fondo de Hwang es el ejemplo más claro. Si los halcones de la regulación salen victoriosos, los *family offices* eventualmente estarán sujetos al mismo tipo de regulación que los hedge funds. Los que se oponen a esto, promueven la idea de que simplemente se regulen los contratos de swaps, permitiendo que los *family offices* sigan por fuera de las regulaciones más restrictivas de la SEC. Cualquier resultado intermedio puede ser visto como una derrota, o falta de pulso, de Biden. Pero lo más preocupante, es que de tener razón los halcones y no generar la regulación correspondiente, se estará dando vía libre al germen de la próxima gran crisis financiera.

NOTAS ESPECIALES

EL PAÍS DEBE APOYAR UN SANO RESCATE DE LA OMC

Jorge Riaboi

Aunque la Organización Mundial de Comercio (OMC) se propone realizar en Ginebra, a fines de noviembre, la duodécima Conferencia Ministerial (CM) que debió sesionar a mediados de 2020, **tanto el gobierno como las vapuleadas organizaciones de nuestra sociedad civil todavía no decidieron qué clase de activismo habrán de definir ante las negociaciones preparatorias**. Ello supone considerar el papel de ese foro como motor de la recuperación económica y sanitaria del planeta, lo que también implica reconocer las funciones del intercambio en la promoción del desarrollo. En tan confuso escenario, el primer tema a resolver es si Argentina quiere estar en la locomotora o en los vagones del actual proyecto negociador. Si decide lo último tendrá que convivir con la eventual aprobación de oficio de las reglas que no ayudó a redactar en los claustros informales.

Mucha gente sabe que, durante la primera mitad del Siglo XX, el mundo carecía de acuerdos globales y esa omisión de política comercial facilitó el cierre de la economía de Estados Unidos (enmienda Smoot-Hawley) y las visiones ultranacionalistas que llevaron a cerrar la economía europea. La masiva quiebra de empresas y los ejércitos de desocupados que siguieron a tal insensatez, ayudaron a crear el escenario político que generó la Segunda Guerra Mundial.

Hoy nadie ignora que la adicción a las guerras comerciales y al mercantilismo que derivó de varios conflictos, en especial el que hoy oscurece las relaciones entre Estados Unidos y China, alienta el escenario pre-bélico que es dable advertir en distintos puntos del globo terráqueo. **Washington y Beijing son los protagonistas de un recíproco y tenaz incumplimiento de obligaciones legales de la OMC, las que se corporizan en monumentales sanciones económicas y peligrosas ideas de forcejeo militar**. No es racional ni aceptable que las dos potencias, de las que la gente espera un modelo de conducta, no de patoterismo, equilibren sus cuentas sin reparar el daño que causan al resto del comercio internacional.

Quizás la dirigencia de nuestro país tampoco ligó tal escenario al diálogo que sostendrán, 30 días antes de la CM de noviembre, los líderes del Grupo de los 20 (G20). Esta vez la Cumbre será presidida por Italia y sus Miembros deberán bajar línea para enderezar los desbordes de política comercial, localización de inversiones, desarrollo tecnológico y otros resortes, hoy a la deriva, del poder real. El éxito de ese diálogo influirá sobre la posibilidad de bajar o subir el desempleo. En ningún caso es una gran idea llegar a tales foros con rompeportones **o sin saber con certeza dónde y cómo nos conviene estar parados**.

Digan lo que digan los analistas, los gobernantes de las mayores potencias están claramente superados por el rumbo de los acontecimientos, la magnitud de sus problemas caseros y las exigencias de una estrategia internacional que presagia mayor actividad del Pentágono si temas como Irán y Corea del Norte siguen en el archivo. La cooperación desinteresada no figura en las auténticas prioridades del G20 o de la futura CM.

En estas horas, Argentina tampoco da señales de entender el alcance de una agenda que se orienta a redireccionar o manipular el comercio y la inversión global a través de ajustes legales, económicos y tecnológicos de las cadenas de valor y de otras sensibles corrientes de intercambio, lo que es parte de los contenidos “plus” de los acuerdos regionales de “nueva generación”. **A las naciones con comercio deficitario les preocupa equilibrar contablemente sus números rojos con China, el resto del Asia y países como México, apelando a distintas variantes de proteccionismo, no a la mejora de sus niveles de ahorro, competitividad e ingenio capitalista. Las medidas que se proyectan hacen mayor énfasis en limitar el acceso a sus propios mercados que en competir con inteligencia en viejos y nuevos mercados de exportación**.

Quien aún no haya captado el sesgo, debería estudiar el nuevo NAFTA (el USMCA o T-MEC), donde las doctrinas “sanadoras” que impuso Donald Trump consistieron en aplastar todo lo posible el colosal déficit de comercio de su país encareciendo artificialmente los costos de producción y exportación de sus socios regionales, europeos y asiáticos. Hasta el momento tal estrategia no fue coronada por el éxito. Algo parecido sucede en Europa, donde se proyecta una carísima estrategia de sustitución de las importaciones agrícolas y agroindustriales (leguminosas y biocombustibles de primera generación, por ejemplo), bajo el paraguas del Pacto verde y de otros programas destinados a reponer y fortalecer el papel del Estado en las políticas agropecuarias e industriales. En Asia, el Partido Comunista chino no se queda atrás. **El**

Presidente Xi Jinping ya no reivindica a tambor batiente la economía socialista de mercado y parece haber abandonado la ficción de occidentalizar la economía de su país.

El esfuerzo por rediseñar la OMC puede atrofiar o facilitar las reglas del comercio global, lo que depende de la criatura que nazca de las presentes negociaciones. Algunos referentes de este proceso tienen en su portafolio medidas como el fraccionamiento del Sistema Multilateral de Comercio, mediante proyectos concebidos sólo para atraer a las naciones con pensamiento similar (*like minded*), algo que en la práctica implica consagrar un universo de obligaciones que tiende a una OMC de dos o más velocidades, donde será extirpado el trato especial y diferenciado para las naciones en desarrollo.

Quienes patrocinan tales ideas creen aceptable volver a la Ronda Tokio (1979) y restarle capacidad de aplicación (*enforcement*) al mecanismo de Solución de Diferencias. Esto último puede licuar sin remedio las disciplinas de la OMC y cuestionar la utilidad de su mera existencia, lo que uno no sabe es si tales ultimátum son parte del Plan B o del Plan A. **Ese “nuevo modelo” intenta declarar demodé total o parcialmente la Cláusula de Nación más Favorecida**, empezando por la depuración del criterio de reciprocidad en los futuros acuerdos plurilaterales (como el proyecto TISA sobre comercio de servicios), lo que da la idea del piso de la ambición correctora. **La OMC sin cláusula de Nación más Favorecida equivale a tener una ONU sin el objetivo y la facultad de promover la paz entre los Estados**. No hace falta ser economista para entender que **la reciprocidad automática del mercantilismo implica firmar el certificado de defunción del equilibrio global que rigió hasta ahora al Sistema Multilateral de Comercio**. Esa clase de capitalismo trae consigo la infame resurrección del comercio administrado.

El contexto de la negociación indica que la mayor parte de los capítulos de la agenda negociadora son ambiciosos y berretas al mismo tiempo. Las propuestas que ya circularon en las mesas formales e informales del trabajo preparatorio se dirigen, en su inmensa mayoría, a engordar cuatro gavetas: la antedicha “modernización de objetivos del Sistema Multilateral de Comercio” (recuérdese que SMC y OMC son la misma cosa) y la plena reactivación de su funcionamiento, lo que acarrea la noción de reparar y mejorar cuanto antes todos los escalones del mecanismo de solución de diferencias (letalmente saboteado por el bloqueo estadounidense a las actividades del Órgano de Apelación); el aporte de ideas sobre el debate y selección de nuevos acuerdos y el ajuste de las reglas generales y sectoriales preexistentes.

Entre los frutos que se suponen maduros para cosechar resultados en noviembre de 2021 figuran las iniciativas que se concibieron con la finalidad de aumentar el acceso al mercado y recortar las ayudas estatales o paraestatales (subsidios), como las que amparan el fallido intento de aprobar el proyecto de Acuerdo sobre Bienes Ambientales (EGA); las disciplinas para administrar, eliminar o al menos reducir los subsidios a la pesca; el intento por definir reglas sobre comercio digital, las bases del desarrollo de la inteligencia artificial y la finalización del cacheteado proyecto plurilateral sobre Comercio de Servicios (TISA).

Las mayores economías del mundo tampoco olvidan la necesidad de resolver las nuevas amenazas ilegales de China acerca de su intención de cerrar o retacear otra vez el abastecimiento de los minerales o tierras raras, sin cuya provisión puede quedar en jaque la industria automotriz, la electrónica de alta exigencia como los teléfonos celulares, los misiles y otros productos masivos de la actual canasta tecnológica, industrial, bélica y de consumo popular. **Cada uno de esos paquetes está fundado en una multiplicidad de propuestas que circulan desde hace tiempo por los amplios canales formales e informales de Ginebra.**

Contra lo esperado, la OMC también abrió consultas preliminares vinculadas con las disciplinas agrícolas (lo que no es un favor, sino una deuda explícita que figura como obligación en el Artículo 20 del Acuerdo sobre Agricultura), las reglas sanitarias y fitosanitarias y otras emparentadas con la profunda inquietud política de incursionar en la existencia de reglas para gobernar el desarrollo sostenible, el cambio climático y la histórica preservación de los sistemas ecológicos o ambientales. Cada una de esas disciplinas supone meterse en los planes oficiales de conservación y uso sostenible de los recursos biodiversos en situaciones **como las que surgen de la potencial desertificación de espacios soberanos de interés global como las selvas Amazónica y Chaqueña, o el sensible caso del Acuífero Guaraní**. Va de suyo que los aspectos comerciales de la pandemia tienen asegurado, por derecho propio, una alta prioridad.

En el caso del CODIV-19 se discuten al menos tres cosas: a) los mecanismos de acceso gradual, equilibrado pero irrestricto a los equipos médicos y los medicamentos, cuya escasez origina las restricciones que imponen las naciones productoras (las restricciones comerciales están explícitamente prohibidas desde 1947, pero esas normas tienen algún camino elusivo); b) **la polémica entre quienes dicen que bajo las condiciones de pandemia deberían aflojarse las reglas exigibles de propiedad intelectual y quienes rechazan este camino alegando que bajar la rentabilidad**

histórica de la industria farmacéutica menoscaba la posibilidad de invertir en la investigación de nuevos y mejores productos; y c) la financiación temporaria de estas medidas.

Con la advertencia de que los debates sobre el COVID-19 pueden congelar otra vez su desarrollo, ya que muchos miembros informaron medidas de subsidio, restricciones al comercio y otras claramente ilegales en materia agrícola, hubo diversas acciones encaminadas a restaurar la negociación de ese sector. Las actividades formales e informales del Comité mostraron, además de las reservas del caso, un escarceo que por ahora incluye otro intento de bajar y racionalizar los subsidios a la producción (la ayuda interna o *domestic support*), ejercicio que abarca la noción de verificar si acabó o no la denominada Caja Azul, lo que en estos días incita a una polémica en cierto modo abstracta. **Sería mucho más lógico preguntarse si la abultadísima Caja Verde es realmente verde; es decir si los subsidios actuales son en serio mínimamente distorsivos.** Para ello es necesario determinar si los suplementos de ingreso oficiales que reciben los productores inducen o no a recomodar su actividad en función de lo que sucede realmente en el mercado global (*rebalancing*), una tesis que en su momento la OCDE cuestionó con un muy interesante trabajo.

Hasta ahora el debate sobre acceso al mercado agrícola alude a transparencia y la ponderación de preocupaciones no comerciales, como el bienestar animal. **El grupo ad hoc creado para esta parte de las consultas, no aportó ideas revolucionarias de ninguna especie y, las que existen, reconocen las huellas digitales de Bruselas.** Sobre subsidios a la exportación no se ve, por el momento, gran material. Ello no disminuye la urgencia de poner el dedo en el renglón de los créditos a la exportación agrícola y en el papel de las empresas del Estado en la manipulación de los vectores de la competencia. En el caso de las restricciones de exportación, además de las normas aplicables del Artículo 12 del Acuerdo sobre Agricultura, es bien obvio que la política comercial de nuestro país está identificada como la carne que se busca para el asador. En esa discusión planean bajo las restricciones a la exportación de productos agrícolas y agroalimentarios y las retenciones, tema para el que le cedo la palabra a los jóvenes ministros Martín Guzmán y Matías Kulfas. Reservo mis opiniones para un debate profesional sobre el asunto.

Los tres puntos que son auténticamente sensibles y llegan de arrastre a las presentes negociaciones del sector agrícola, son: a) el replanteo de los subsidios de Ayuda Interna, las existencias públicas de materias primas y alimentos⁹; b) el proyecto de crear una nueva salvaguardia especial, sobre la que también me reservo la opinión hasta mayo o junio; y c) **el pésimo precedente que se generó en la OMC del Siglo XXI sobre la existencia de 16 Grupos especiales (lobbies) que ganaron status de interlocutores de facto en la negociación agrícola.**

Ninguna propuesta alcanzará final feliz si las reformas se conciben como ropa a la medida de cada uno de los dieciséis lobbies sectoriales que militan en las referidas negociaciones. Si los pedidos de cada grupo se reflejan en el modelo de un arbolito de Navidad, en el que se desvía la negociación para complacer cada reivindicación o capricho particular, no habrá una auténtica y justa liberalización del comercio. En mayo de este año comenzarán a circular las propuestas que serán objeto de la negociación real y ese trabajo no es delegable. Deberá ser fabricado en forma minuciosa por lo que queda del Grupo Cairns. Hasta entonces haremos un paréntesis reflexivo.

A esta altura, resulta imposible seguir ocultando bajo la alfombra los problemas de organización interna. La Misión de la República ante los Organismos Multilaterales en Ginebra **carece de suficiente dotación de especialistas en materia de política comercial. No sólo hay pocos funcionarios, sino son todo-terreno y carecen de la vasta y sofisticada cultura OMC que se necesita para terciar y forjar los consensos que se dirimen en dicho escenario.** Es muy grave no darse cuenta de que en esta clase de trincheras la calidad profesional se detecta al instante y una mala percepción tiende a dificultar el acceso a la minúscula cocina de los textos que habrán de constituir las futuras reglas de la Organización. **Cuando esos borradores llegan a las sesiones formales, es muy difícil limpiarlos de errores o enmendar los aspectos que son contrarios o dañinos al interés del país.**

Como exportadora altamente competitiva, la Argentina tiene que seguir apostando a batallar sin trampas contra la persistencia del *apartheid* agrícola. Esa gesta **requiere estar familiarizado con el cómo se hace**, un conocimiento que se está evaporando de nuestros cuadros políticos y profesionales. En la cúspide de esa exigencia uno trabaja en el desarrollo de reglas para actividades económicas de muy alta complejidad, varias de ellas de nueva generación y de muy elevada exigencia técnico-política. **Son debates acerca de intereses específicos, en donde los protagonistas que forman la masa crítica de las decisiones hacen lo posible por no incorporar aprendices a las negociaciones crudas y duras**

⁹ Es una forma de precios sostén que por un pelo no es Caja Ámbar y por lo tanto no está exenta de gran debate ni de cirugía mayor.

que se hacen en petit-comité informales. Son también ejercicios que obligan a entender los proyectos, a tener ojo experto para cotejar las opciones, a conocer la opinión de los grupos de interés nacionales e internacionales (*lobbies*) afectados por los insumos del debate, en un escenario donde mucho depende del talento del negociador y de la solidez de sus enfoques. A contrapelo de lo que suelen repetir algunos periodistas, no es factualmente cierto sostener que el G20 olvidó tratar la crisis generada por la actual pandemia de CODIV-19. **Sólo es válido reconocer que la gestión fue pobre y hasta el momento no registró avances sustanciales.**

Al preparar la Cumbre de ese foro en Alemania (año 2017) **hubo una Declaración de los Ministros de Salud (Berlín, 20/5/2017) que anticipaba el riesgo de combatir pandemias, la que no fue objeto de adecuado respaldo político a nivel de los líderes del Grupo.** En ese momento el G20 estaba alborotado y tenso por la perturbadora aparición del ex Presidente Donald Trump, quien licuó, eliminó o sabotó muchos de los tradicionales principios del resto de la membrecía.

En los primeros meses de 2020, los líderes del G20 hicieron una Cumbre vía zoom con el objeto de concentrar la totalidad de las acciones de cooperación destinadas a neutralizar la pandemia CODIV-19 en el contexto de ese foro. Hasta donde llega mi conocimiento, la eficiencia registrada en este caso no es comparable con los niveles de respuesta que se consiguieron en la tarea de domar la multifacética Crisis Financiera, Energética y Alimentaria de 2008/2011. En la segunda quincena del pasado mes de marzo, 22 miembros de la OMC ajustaron un breve pero contundente proyecto de declaración ministerial sobre los futuros trabajos del Comité de Asuntos Sanitarios y Fitosanitarios, **cuyo texto se contrapone sin vueltas a los enfoques, disposiciones y compromisos de cooperación “doctrinaria” definidos en el borrador del Acuerdo birregional de Libre Comercio adoptado el 28 junio de 2019 entre los Ministros de la Unión Europea y el Mercosur.** Al escribir esta columna, ese borrador birregional seguía en las salas de hibernación europea a la espera de la renegociación del texto sobre desarrollo sostenible, el que hasta ahora no emergió de los órganos relevantes del Viejo Continente.

El mencionado proyecto de Declaración sobre SPS circuló en Ginebra con el patrocinio de los cuatro miembros del Mercosur, Chile, Canadá, Estados Unidos, México, Costa Rica, Colombia, Australia y otras naciones de otras latitudes geográficas. Su texto hace pie en la noción de incrementar el comercio y **despejar las legítimas preocupaciones sanitarias y fitosanitarias de disfraces o excusas proteccionistas, una mirada que se topa de frente con la línea del texto birregional del Acuerdo de Libre Comercio Unión Europea-Mercosur,** donde sus eventuales signatarios pusieron el acento en reforzar las restricciones y las medidas de protección **mediante el uso discrecional, automático y en cierto modo abusivo del denominado (tácitamente) Principio Precautorio, con la mirada puesta, en privilegiar lo excepcional y en respaldar la eterna cuarentena del sector agrícola del Viejo Continente de la competencia internacional (las informaciones oficiales son terminantes al respecto).**

De hecho, expone sin tapujos la notable imaginación de Bruselas a la hora de dudar sobre la posibilidad de que el comercio global pueda mantener su condición de garante de la seguridad alimentaria y la lucha contra el hambre. Es cierto que algunas naciones exportadoras, entre ellas la Argentina, le dan transitorios fundamentos a semejante idea. Defender la “mesa de los argentinos” cuando sobran las existencias de producto, es una idea que sólo tiene explicación psiquiátrica o es argumento de ideologías sin realismo alguno.

Sin embargo, este choque de ideas reconoce unos 35 años de existencia. Nos enseña a recordar **que es recomendable bajar el tono cuando se afirma que negociar con la UE es insertarse en el mundo. No es así. Europa es un mercado enorme, muy apetecible y necesario, que desempeña con normalidad su papel de casa matriz del más sofisticado ejemplo de proteccionismo capitalista.**

Por eso interesa un ALC con el Viejo Continente y, por las otras razones, es absolutamente necesario seguir ignorando la idea de que el proteccionismo es una respuesta progresista y mágica. Siquiera es una idea que podemos apoyar en público, ya que una agricultura fuerte no permite hacer torpes concesiones a la más vil de las protecciones ilegales.

OBITUARIO: CARLOS V. KESMAN, JUAN C. GÓMEZ SABAINI, WALTER E. SHÜLTHESS Y ROBERT A. MUNDELL

Héctor Rubini

1. Carlos Vido Kesman Salomón (1941-2021)

El 10 de marzo falleció en la ciudad de Córdoba el economista Carlos Kesman, víctima del COVID-19. Fue destacado docente, investigador, funcionario público y dirigente empresarial. Se dedicó fundamentalmente a temas de comercio exterior, integración y a cuestiones de desigualdad distributiva en Argentina y en la región.

Kesman había nacido en Santiago del Estero el 7 de marzo de 1941. En la Universidad Nacional de Córdoba obtuvo los títulos de Contador Público Nacional (1964) y de Licenciado en Economía (1968), completando luego el doctorado en Ciencias Económicas en 1970. Fue docente de la Universidad Nacional de Córdoba y de la Universidad Católica de Córdoba. En dos cátedras (Econometría y Estadística I) fue docente junto al ex ministro Domingo Cavallo en las Facultades de Ciencias Económicas de ambas Universidades, y en la Facultad de Ciencias Agropecuarias de la Universidad Nacional de Córdoba.

Fue decano normalizador de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba entre 1973 y 1975 y director del Instituto de Estudios Económicos sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IEERAL) de la Fundación Mediterránea entre 1977 y 1986, a cargo del área de Comercio Internacional e Integración Económica, y Director de Investigaciones de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Río Cuarto, entre 1977 y 1982. Posteriormente, cuando Domingo Cavallo fue ministro de Relaciones Exteriores, Kesman fue negociador de los acuerdos del Mercosur. Cuando Cavallo fue nombrado Ministro de Economía y de Obras y Servicios Públicos, Kesman fue nombrado Subsecretario de Comercio Exterior. Posteriormente se desempeñó como consultor independiente de empresas privadas y asesor de gobiernos provinciales en temas de comercio exterior e integración regional. En los últimos años seguía ejerciendo la docencia en la Universidad de Córdoba, y desde 2017 en la Universidad Nacional de Villa María. A la fecha de su deceso era miembro del Consejo Asesor del Instituto de Investigaciones Económicas de la Bolsa de Comercio de Córdoba, y presidente de la Asociación Cristiana de Dirigentes de Empresa de Córdoba (ACDE).

Con una fuerte impronta católica siempre estuvo preocupado por los problemas irresueltos de pobreza e inequidad distributiva en nuestro país y en la región desde la perspectiva de la Doctrina Social de la Iglesia. En esa línea publicó dos libros para muchos considerados de los más originales para comprender la aplicación de dicha perspectiva a los problemas crecientes de inequidad y empobrecimiento de las últimas dos décadas: *Justicia Distributiva para América Latina: una Propuesta desde la Doctrina Social de la Iglesia* (2004) y *El Escándalo de la Pobreza y el Desafío del Desarrollo. De Pablo VI a Benedicto XVI y al Papa Francisco* (2016).

2. Juan Carlos Gómez Sabaini (1938-2021)

El pasado 11 de marzo falleció en el Sanatorio Otamendi de esta ciudad el destacado economista y tributarista Juan Carlos Gómez Sabaini (“Bebe” para sus amigos) a los 82 años de edad. Se graduó en la Universidad de Buenos Aires como contador público nacional, y luego completó el doctorado en economía en la Universidad de Columbia, Nueva York. De regreso a nuestro país inició su carrera profesional dedicada durante toda su vida a temas de administración y política tributaria, inicialmente en un equipo del Consejo Nacional de Desarrollo (CONADE), directamente bajo los órdenes de su titular, Federico Herschel. Fue subsecretario de Política Tributaria en el gobierno del general Roberto M. Levingston y en las presidencias de Raúl Alfonsín y Fernando de la Rúa.

La mayor parte de su carrera profesional fue miembro del Panel de Expertos del Departamento de Asuntos Fiscales del Fondo Monetario Internacional, y consultor del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe (CEPAL), y la Organización de Estados Americanos (OEA). En este organismo creó el Centro Interamericano de Estudios Tributarios (CIET) donde fue profesor durante varios años, al igual que en el Centro Interamericano de Tributación y Administración Financiera (CITAF) durante casi tres décadas. Se desempeñó como docente de grado y posgrado en la Universidad de Buenos Aires, y dictó cursos de posgrado en la Universidad Nacional de La Plata, la Escuela Interamericana de Administración Pública (EIAP), la Fundación Getúlio Vargas (Río de Janeiro) y en la Especialización Tributaria para el Mercosur de la Universidad de Entre Ríos.

Sus trabajos se concentraron en temas tributarios, y en especial en el diseño de estructuras tributarias sostenibles conforme a criterios básicos de eficiencia y equidad. Siempre estuvo a favor de reformas a los impuestos a las rentas a las personas físicas, a su entender una de los puntos más débiles de los sistemas tributarios de América Latina. También se enfocó sobre el impacto económico de los impuestos sobre la inversión, los costos de los regímenes especiales y los llamados “gastos tributarios”. Sobre cuestiones de coparticipación federal fue frecuentemente consultado en nuestro país y en el exterior y participó activamente de diversas negociaciones y reuniones en la Comisión Federal de Impuestos y en el diseño e implementación de reformas tributarias de varios países de América Latina.

Estaba casado con la famosa artista plástica Marta Minujín. Su hijo Facundo Gómez Minujín es el actual presidente de la filial de JP Morgan para Argentina y el Cono Sur. Dejó entrañables amigos, y decenas especialistas tributarios y discípulos formados durante su vida profesional. Los trabajos publicados por Gómez Sabaini a lo largo de su carrera son innumerables. Algunos de ellos son los siguientes:

- “Coordinación de la Imposición General a los Consumos entre Nación y Provincias (Argentina)”. *Serie Política Fiscal N° 47*. CEPAL-Naciones Unidas. Santiago de Chile. Noviembre, 1993.
- “La Equidad Distributiva y el Sistema Tributario: Un Análisis para el Caso Argentino” (con Juan J. Santieri y Darío A. Rossignolo). *Serie Gestión Pública N° 20*. CEPAL-Naciones Unidas. Santiago de Chile. Mayo, 2002.
- “Panorama Tributario de los Países Centroamericanos y Opciones de Reforma” (con M. Agosin, A. Barreix y R. Machado). *Recaudar para crecer: bases para la reforma tributaria en Centroamérica*, ed. por Manuel R. Agosin, Alberto Barreix y Roberto Machado, cap. 2. Banco Interamericano de Desarrollo. Washington DC. Agosto, 2005.
- “Cohesión Social, Equidad y Tributación. Análisis y Perspectivas para América Latina”. *Serie Políticas Sociales N° 127*. División de Desarrollo Social. CEPAL-Naciones Unidas. Santiago de Chile. Diciembre, 2006.
- “La Economía Política de la Política Tributaria en América Latina”. *21° Seminario Regional de Política Fiscal*. ILPES/CEPAL. Santiago de Chile. Enero, 2009.
- “Tax Policy in Argentina: Between Solvency and Emergency” (con Oscar Cetrángolo). *Working Paper 232*. Initiative for Policy Dialogue. University of Columbia. Working Series. Octubre, 2009.
- “La Imposición en la Argentina: Un Análisis de la Imposición a la Renta, a los Patrimonios y Otros Tributos Considerados Directos”. *Serie Macroeconomía del Desarrollo N° 84*. División de Desarrollo Social. CEPAL-Naciones Unidas. Santiago de Chile. Agosto, 2009.
- “Gastos Tributarios para la Promoción de Inversiones en el Impuesto a la Renta de Empresas” (con Pedro Velasco). *Doc. de Debate IDB-DP-137*. Banco Interamericano de Desarrollo. Washington DC. Julio 2010.
- “Estructura Tributaria y Evasión Impositiva en América Latina” (con Juan Pablo Giménez). *CAF Documento de Trabajo, 2011/08*. CAF. Caracas. Agosto, 2011.
- “Informalidad y Tributación en América Latina: Explorando los Nexos para Mejorar la Equidad”. *Serie Macroeconomía del Desarrollo N° 124*. División de Desarrollo Social. CEPAL-Naciones Unidas. Santiago de Chile. Septiembre, 2012.
- “Desempeño del Monotributo en la Formalización del Empleo y la Ampliación de la Protección Social” (con Oscar Cetrángolo, Ariela Goldsmicht y Dalmiro Morán). *Documento De Trabajo N° 4*. Organización Internacional del Trabajo. Buenos Aires, 2013.
- *Consensos y Conflictos en la Política Tributaria de América Latina* (ed. con Juan Pablo Giménez y Ricardo Martner). CEPAL-Naciones Unidas. Santiago de Chile. Marzo, 2017.
- “Regímenes Tributarios Simplificados” (con Oscar Cetrángolo, Ariela Goldsmicht y Dalmiro Morán). *Políticas de Formalización en América Latina*, ed. por Juan M. Salazar-Xirinachis y Juan Chacaltana, cap. 4. Organización Internacional del Trabajo. Lima, Perú. 2018.

3. *Walter Erwin Schülthess (1932-2021)*

El pasado 12 de abril falleció el Dr. Walter Schülthess, probablemente el pilar fundamental de la reforma previsional de los años '90 que sustituyó el sistema jubilatorio de reparto por el de cuentas de capitalización en las llamadas AFJP (Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones). Su carrera como docente, investigador y consultor ha estado focalizada en el análisis y diseño de sistemas de previsión social y su impacto en las cuentas públicas. Se graduó en la Universidad Nacional de Córdoba en 1961 como Contador Público Nacional y en 1965 como Licenciado en Economía. En dicho año completó un curso de posgrado en estadística en el Centro Interamericano de Enseñanza de Estadística (CIENES) de la Universidad de Chile. Posteriormente, en 1982, completó el doctorado en Ciencias Económicas en la Universidad de Córdoba.

En el ámbito académico se desempeñó como Profesor Titular (por concurso) en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba, y docente en el posgrado en Tributación, Economía del Sector Público y Teoría de los Sistemas Fiscales de la Universidad de Buenos Aires, en la Maestría en Finanzas Públicas en Provincias y Municipalidades de la Universidad Nacional de La Plata. Fue consultor del Banco Mundial en Argentina, Bolivia, Ecuador, Polonia y Rumania), del Banco Interamericano de Desarrollo en Bolivia y República Dominicana, del PNUD en Argentina, del Institute for West Studies en Polonia, de la Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe (CEPAL) en Argentina, del Harvard Institute for International Development en Bolivia, y de la Organización Internacional del Trabajo en Paraguay. Tanto en países como en Estados Unidos y otros países europeos y de nuestra región dictó numerosas conferencias, seminarios, y cursos, sobre cuestiones específicas de seguridad social, finanzas públicas y evaluación de proyectos.

En los primeros años de la administración Menem acompañó al entonces canciller Domingo Cavallo en el Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto como subdirector del Centro de Estudios Internacionales (CEI) en 1990. Posteriormente, cuando Cavallo pasa a ser Ministro de Economía y de Obras y Servicios Públicos, fue nombrado Secretario de Seguridad Social, cargo que ejerció entre 1991 y 1995. En ese período personalmente el diseño del sistema jubilatorio de capitalización (AFJPs), la elaboración del proyecto de ley para dicha reforma (cuyo debate parlamentario y votación fueron materia de fuertes polémicas) y su posterior implantación. Una vez aprobada la reforma previsional, fue nombrado Superintendente de las AFJP en 1995, cargo que ejerció hasta 1998. Luego se desempeñó como consultor en Argentina y en el exterior, y fue director del Departamento de Economía y de la Maestría en Economía de la Universidad Empresarial Siglo 21. También retornó a la docencia en su alma mater, la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba, donde posteriormente se jubiló. Schülthess fue, además, uno de los fundadores en 1968 de las Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas que anualmente se desarrollan desde entonces en la Universidad Nacional de Córdoba hasta la actualidad.

Sus publicaciones en cuestiones relacionadas con el sistema previsional argentino y su financiamiento siguen siendo hasta hoy lectura ineludible, para cualquier investigador en la materia. Entre sus numerosas publicaciones, algunas de las más conocidas son las siguientes:

- Schülthess, Walter E. (1974): "El Sistema Tributario de la Provincia de San Luis". *Mimeo*, Consejo Federal de Inversiones.
- ----- (1979): "El Crecimiento del Gasto Público en el Largo Plazo: La Ley de Wagner". *12ª Jornadas de Finanzas Públicas*, Universidad Nacional de Córdoba. Facultad de Ciencias Económicas.
- ----- (1985): "Subsidios Otorgados por el Estado a Través de los Gastos sociales y la Distribución del Ingreso". *Estudios, Año VII*, N 36, octubre-diciembre. IEERAL-Fundación Mediterránea. Córdoba.
- ----- (1988): "Situación Actual del Sistema Nacional de Previsión Social y su Futuro". *Doc. de Trabajo*. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba.
- ----- (1988): "Consideraciones sobre la Evasión Tributaria. El Caso Argentino". *Mimeo*. Proyecto 2712 Componente "Político Tributario". Banco Mundial. Buenos Aires.
- ----- (1989): "Régimen de Previsión de Trabajadores Independientes". Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. Buenos Aires.
- ----- (1989): "Regímenes Jubilatorios de Privilegio". *Proyecto: ARG/88/005. Proyecto para el Fortalecimiento de los Sectores Sociales*. Banco Interamericano de Reconstrucción y Fomento (BIRF). Buenos Aires.
- ----- (1990): "Sistema Nacional de Previsión Social: Su Evolución y Situación a Fines de la Década del '80". Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. Buenos Aires.
- ----- y Rubén Lo Vuolo (1991): "Transformación del Sistema Previsional de Autónomos: Paso Inicial para Ina Reforma en la Seguridad Soial", *Desarrollo Económico*, 30 (120), 549-571.
- ----- (1991): "Costos y Beneficios Financieros en el Régimen Nacional de Jubilaciones para Personas en Relación de Dependencia. Ley N° 18.037", *Económica*, 37(1-2), 115-129. Univesidad Nacional de La Plata.
- -----y Gustavo Demarco (1993): "Argentina: Evolución del Sistema Nacional de Previsión Social y Propuesta de Reforma", *Sistema de Pensiones en América Latina, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo*, CEPAL-PNUD. Santiago de Chile.
- ----- (1994): "Antecedentes y Fundamentos del Anteproyecto de Ley de Solidaridad Previsional", *Revista Previsión Social* N° 16, Año V. MTSS-SSS. Octubre-Diciembre. Buenos Aires.
- ----- (1994): *Reforma del Sistema Previsional Argentino: Estudios de Base, Régimen Jurídico de las AFJP, Ley 24.241 y Normas Reglamentarias*, Ed. Abeledo Perrot. Buenos Aires

- ----- y Gustavo Demarco (1994): *Reforma del Sistema Previsional Argentino: Principios, Lineamientos y Proyecciones*, Ed. Abeledo Perrot. Buenos Aires
- -----y Gustavo Demarco (1996): “El Sistema de Jubilaciones y Pensiones de Argentina a Dos años de la Reforma”, Superintendencia de AFJPs. *Mimeo*. Buenos Aires.
- ----- y Gustavo Demarco (2000): "El Financiamiento del Régimen Previsional Público en Argentina Después de la Reforma". *Serie Política Fiscal*. N° 111, CEPAL. Santiago de Chile.
- -----, Fabio Bertranou y Carlos Grushka (2000): "Proyección de Responsabilidades Fiscales Asociadas a la Reforma Previsional de Argentina". *Serie Financiamiento del Desarrollo* N° 94, CEPAL. Santiago de Chile.

4. Robert Alexander Mundell (1932-2021)

El domingo 4 de abril falleció el economista canadiense Robert “Bob” Mundell, Premio Nobel de Economía en 1999, y uno de los indiscutidos “padres” de la economía monetaria internacional moderna. Su rasgo distintivo ha sido el de presentar con una notable claridad sus ideas combinando una refinada agudeza analítica con la discusión y explicación de su relevancia para la formulación y evaluación de políticas públicas.

Nació en Kingston, Ontario, en 1932, donde vivió hasta los 13 años. Su madre era canadiense y su padre un oficial del ejército, de origen escocés. Al finalizar la Segunda Guerra Mundial, su padre se retiró del Ejército, y la familia Mundell se mudó a British Columbia. Completó sus estudios de grado en economía en la Universidad de British Columbia en 1953, donde mostró además sus habilidades como boxeador y jugador de ajedrez. En 1954 completó la maestría en economía en la Universidad de Washington. Luego se inscribió en el doctorado en el *Massachusetts Institute of Technology* (MIT). Allí cursó sólo una materia con Charles P. Kindleberger y dos con Paul A. Samuelson. Luego partió a la *London School of Economics*, donde tomó otros cursos y elaboró su tesis, bajo la dirección de James Meade. En 1956 regresó al MIT, completando su tesis (“*Essays in the Theory of International Capital Markets*”) mientras iniciaba su carrera en la Boston University como docente, y asistente de investigación de Robert Baldwin.

En 1956, ya doctorado, fue admitido como investigador asociado post-doctoral en economía política en la Universidad de Chicago (1956-57). Luego fue profesor en la Universidad de Stanford (1958-59) y en el Centro de Estudios Internacionales Avanzados de la Universidad John Hopkins en Bologna, Italia (1960). En 1961 se incorporó al Fondo Monetario Internacional, donde trabajó hasta 1966, año en que deja el organismo e ingresa a la Universidad de Chicago como profesor hasta 1971. En ese período fue el editor del *Journal of Political Economy*. En 1964 y 1965 fue investigador y dio cursos de economía internacional en la Universidad John Hopkins. Entre 1965 y 1975, profesor de Economía Internacional en los cursos de verano del Instituto de Estudios Internacionales para Graduados de Ginebra, Suiza, y entre 1964 y 1978 integró el Grupo Bellagio-Princeton de Estudios sobre la Reforma Monetaria Internacional, inicialmente junto a Fritz Machlup, Robert Triffin y William Fellner¹⁰. En 1971 regresó a Canadá donde se incorporó como profesor en la Universidad de Waterloo. En 1974 vuelve a los EE.UU. y se incorpora a la Universidad de Columbia (Nueva York) donde dio clases hasta 2001. También dio cursos cortos en la Universidad de Southern California (1980), Mc Gill University - Canadá- (1989 y 1990), la Universidad de Pennsylvania (1990 y 1991), y en Centro de la Universidad John Hopkins de la Escuela de Estudios Internacionales Avanzados Paul H. Nitze, en Bologna en 1997 y 1998. Desde mediados de los 70 acompañó sus tareas académicas con una nutrida actividad como conferencista y asesor de organismos internacionales, como el FMI, las Naciones Unidas, el Banco Mundial, la Reserva Federal, el Tesoro de los Estados Unidos, el gobierno de Canadá, y varios gobiernos europeos y de América Latina.

En 1969, luego de sus frecuentes viajes a Italia, adquirió un antiguo castillo (“*Palazzo*”) en Santa Colomba, Monteriggioni. Luego de refaccionarlo, lo utilizó para organizar las “Conferencias Santa Colomba sobre Reforma Monetaria Internacional”, una serie de reuniones anuales por invitación entre economistas, banqueros y funcionarios públicos para debatir temas de política monetaria internacional. La primera tuvo lugar el 6 de septiembre de 1971, tres semanas después

¹⁰ Desde su trabajo inicial en Chicago coincidía con Milton Friedman en proponer la flotación cambiaria como régimen preferible, que también compartía James Meade. Eso dificultó un poco su incorporación al FMI. Años después, su entonces director Jacques Pollak, reconocería que el estudio de tipos de cambio flexibles era entonces un tema “tabú”. Luego, el fracaso de la flotación cambiaria canadiense lo hizo cambiar de opinión, y en los años ’60 pasó a criticar la flotación de monedas que defendían Charles Kindleberger, Roy Harrod, Jacques Rueff, Lionel Robbins, y Robert Triffin, confrontando también con su ex tutor de tesis James Meade, el propio Milton Friedman, Harry Johnson, Fritz Machlup, Lloyd Metzler y Arnold Harberger, entre otros. En 1966 se negó a firmar una solicitada del grupo Bellagio a favor de la adopción generalizada de tipos de cambio flexibles.

de que EE.UU. anunció el abandono del sistema de Bretton Woods. Luego de recibir el Premio Nobel “Palazzo” reinició el ciclo de Conferencias Santa Colomba en su “Palazzo” hasta 2019.

En 1965 dio la Conferencia en Memoria de Frank Graham en la Universidad de Princeton, en 1974 las Conferencias Marshall en la Universidad de Cambridge, en 1998 la Conferencia Anual Bertil Ohlin de la Facultad de Economía de Estocolmo, y en 2002 la Conferencia Anual en Memoria de Quai-i-Adzam de la Sociedad de Economistas para el Desarrollo de Pakistán y la Conferencia Anual en Memoria de Lionel Robbins en la *London School of Economics and Political Science*. En 1971 recibió el Premio Guggenheim, en 1983 el Premio y Medalla Jacques Rueff del Senado de Francia, en 1992 el Doctorado Honoris Causa de la Universidad de París, en 1997 el premio al Miembro Distinguido de la *American Economic Association*, en 1998 fue incorporado a la Academia Estadounidense de Ciencias y Artes, y en 1999 recibió el Premio en Ciencias Económicas del Banco de Suecia en Memoria de Alfred Nobel (“Premio Nobel de Economía”). En 1997 fue cofundador del *Zagreb Journal of Economics*, y en 2005 recibió el *Global Economic Prize* del Instituto de Economía Internacional de Kiel (Alemania) También fue distinguido como profesor honorario por 30 universidades de la República Popular China y después de haber recibido el Premio Nobel fue contratado como asesor por el Banco Central de ese país. Además, creó un programa de becas para estudiantes chinos, un premio para el mejor economista joven de ese país y un concurso literario con las regalías de las ediciones de sus libros en chino mandarín¹¹.

Al otorgársele el Nobel de Economía, la Academia Sueca de Ciencias sostuvo que “su contribución a la teoría monetaria y al análisis de áreas monetarias óptimas sigue siendo sobresalientes, y ha inspirado a generaciones de investigadores. Mundell eligió los problemas que estudió con una exactitud profética, prediciendo el curso futuro del sistema monetario internacional y de los mercados internacionales de capitales”. Efectivamente, sus publicaciones durante los años '50 y '60 se anticiparon a cuestiones de política económica que se presentaron en la realidad económica mundial a partir de la década siguiente.

Su tesis y sus primeros trabajos tenían una muy fuerte influencia de James Meade y de Tibor Scitovsky. Desde su primera experiencia como investigador en Chicago pasó del análisis de modelos de comercio tipo Heckscher y Ohlin a cuestiones macroeconómicas, con fuerte influencia de los aportes de Lloyd Meztler en teoría, y de Milton Friedman en políticas prácticas. Sus trabajos con Milton Friedman, y con su compatriota Harry G. Johnson le permitieron integrar la teoría monetaria convencional con el análisis de ajustes de economías abiertas, y junto a James Tobin abordó el problema de los ajustes de las tasas de interés ante cambios en la política monetaria con inflación.

El modelo de Mundell-Fleming para determinar el ingreso nacional de equilibrio con libre movilidad de capitales le permitió descubrir la “trinidad imposible” también llamada “dilema triple” o “trilema” de política en economías abiertas: la imposibilidad de alcanzar simultáneamente los objetivos de libre movilidad de capitales, tipo de cambio fijo y política monetaria independiente. Su enfoque de áreas monetarias óptimas de principios de los años '60, fue más que necesario y útil para el análisis de integraciones monetarias como la concretada por Europa tres décadas después. En su libro *International Economics* presentó, además el llamado principio de “clasificación efectiva de mercados” para focalizar las políticas económicas disponibles a los mercados donde tienen más efectividad. Una idea desarrollada originalmente en su artículo “*The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates*” de 1960, que tuvo gran repercusión en el ámbito académico. De hecho, uno de los primeros en utilizarlo en sus clases fue Julio H. G. Olivera en la Universidad de Buenos Aires en los años '60¹². Posteriormente se dedicó a estudiar la desintegración del orden monetario internacional de Bretton Woods, y desde mediados de los '70 fue un gran impulsor (junto a Arthur Laffer) de las ideas-fuerza de la economía ofertista (“*supply-side economics*”) para superar la estanflación posterior al shock del petróleo de 1973-74: básicamente control de la inflación con una política monetaria independiente y restrictiva, y volver a crecer vía baja de impuestos, desregulación de mercados y liberalización del comercio. Esto es, las bases de las políticas que aplicaría años después Ronald Reagan entre 1981 y 1988.

Sus aportes y sus declaraciones públicas mostraron cambios y giros que aun hoy siguen generando comentarios de todo tipo. Por un lado, a fines de los '50 parecía defender junto a Milton Friedman los regímenes de flotación cambiaria, pero ya desde los '60 pasó a manifestarse a favor de los tipos de cambio fijo, polemizando recurrentemente con Friedman

¹¹ En la zona de Zongguancun de Beijing, conocida como “el valle del silicio de China”, una universidad fue renombrada en 2006 como “Mundell International University of Entrepreneurship”.

¹² Mundell recordó en una conferencia que dio en Israel en 2001 (“*Notes on the Development of the International Macroeconomic Model*”), una carta recibida de Julio H. G. Olivera, a principios de los '60, donde el gran economista argentino le comentaba su uso en sus cursos de grado en la Universidad de Buenos Aires.

al respecto. El modelo Mundell Fleming, como lo reconociera Mundell en un breve artículo publicado por el FMI, debiera llamarse Fleming-Mundell, ya que el primer aporte fue un trabajo publicado por Marcus Fleming en 1962, y luego otro de Mundell en 1963, y en ambos casos, fuerte influencia de trabajos previos de James Meade. Dicho modelo permite identificar el “trilema” ya citado, y que bajo perfecta movilidad de capitales, la política monetaria es inefectiva para reactivar la economía bajo tipo de cambios fijos, mientras que la política fiscal es la que pierde efectividad con tipo de cambio flexible. El perfeccionamiento del modelo, incluyendo el rol de las expectativas llegaría una década y media después con las publicaciones de uno de sus mejores alumnos, el alemán Rudiger Dornbusch.

El enfoque de áreas monetarias óptimas, a su vez, se basa en la idea de que, en presencia de alta movilidad de factores, diversas regiones pueden constituir considerarse como una sola, de modo que en presencia de un shock específico (“asimétrico”) en alguna de ellas, los cambios en precios relativos de bienes y/o factores conducirían a una reasignación automática de recursos utilizando una moneda única. Pero con baja movilidad de factores por barreras geográficas u otras, eso no sería posible. En ese caso, lo deseable sería una moneda diferente por región, y que el ajuste proceda vía movimientos del tipo de cambio entre esas monedas. Las citadas barreras definirían así los límites para áreas monetarias “óptimas” con sus monedas propias y tipo de cambio flexible entre ellas. Su aporte fue muy útil para pensar una estrategia de unificación monetaria en la hoy Unión Europea, y el propio Mundell fue contratado por la Comisión Económica Europea a principios de los '70 para realizar trabajos relacionados con ese proyecto. Pero su influencia en dicho proceso ha sido algo exagerada por los medios de prensa. Los documentos fundamentales de dicho proceso fueron básicamente el informe Barré de 1969, el informe Werner de 1970, y el informe Delors de 1989. Por otro lado, el estudio empírico de 1990 de la Comisión Europea sobre los costos y beneficios de una unificación monetaria lo hizo un equipo propio que dejó en claro que Europa no es, ni por asomo, un área monetaria óptima en el sentido de Mundell.

Más allá de estos aspectos controversiales, y algunas polémicas en las que Mundell participó (en más de una oportunidad reconoció que le divertía el rol de “chico malo” cuando contradecía en público nada menos que a Milton Friedman), no hay dudas de que su obra ha tenido una influencia en la macroeconomía internacional que se mantendrá por varias décadas a futuro. Varios de sus aportes más destacados son los siguientes:

a) Artículos

- Mundell, Robert A. 1957a. “International Trade and Factor Mobility.” *American Economic Review*. June, vol. 47, 321–35.
- ---- 1957b, “Transport Costs in International Trade Theory,” *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 23 (3), 331–48.
- ---- 1960a. “The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates.” *Quarterly Journal of Economics*. 84 (2), 227–57.
- ---- 1960b. “The Pure Theory of International Trade.” *American Economic Review*. March, vol. 50 (1), 67–110.
- ---- 1961a. “Flexible Exchange Rates and Employment Policy.” *Canadian Journal of Economics and Political Science*. November, vol. 27, 509–17.
- ---- 1961b. “The International Disequilibrium System.” *Kyklos*. 14 (2), 154–72.
- ---- 1961c. “A Theory of Optimum Currency Areas.” *American Economic Review*. September, 51 (4), 657–65.
- ---- 1962. “The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability.” *IMF Staff Papers* 9, 70–79.
- ---- 1963a. “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates.” *Canadian Journal of Economics and Political Science*. November, 29 (4), 475–85.
- ---- 1963b. “Inflation and Real Interest.” *Journal of Political Economy*. 71 (3), 280–83.
- ---- 1963c, “The Nature of Policy Choice”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 66 (September).
- ---- 1965. “Growth, Stability and Inflationary Finance.” *Journal of Political Economy*. April, vol. 73, 97–109.
- ---- 1967, “International Disequilibrium and the Adjustment Process,” *Capital Movements*. (John H. Alder, ed.) New York: Macmillan, 41–62.
- ---- 1968 a. “Gold and the Gulliver Problem.” *Unpublished lecture*. University of Chicago, February 8.
- ----1968 b. “Hicksian Stability, Currency Markets and the Theory of Economic Policy” *Value, Capital and Growth. Papers in Honour of Sir John Hicks*. (James Nathaniel Wolfe, ed.) Edinburgh University Press, 445-466.
- ---- 1969. “A Plan for a European Currency”, *Paper Prepared for Discussion at the American Management Association Conference on Future of the International Monetary System*. New York, December 10-12, 1969.
- ---- 1971 a. “The Dollar and the Policy Mix.” *Essays in International Finance No. 85*. Princeton University Press.
- ---- 1971 b. “The Optimum Balance of Payments Deficit and the Theory of Empires”. *Stabilization Policies in Interdependent Economies*, (P. Salin and E. Claassen eds.). Amsterdam: North Holland Press, 69-86.

- ---- 1972. "The Future of the International Financial System," *Bretton Woods Revisited*. (Keith Acheson, J. Chant and Martin Prachowny, eds.). Toronto: University of Toronto Press, 91–104.
- ---- 1973 a. "Uncommon Arguments for Common Currencies", *The Economics of Common Currencies*. (Harry G. Johnson and Alexander K. Swoboda, eds.) London: George Allen and Unwin, 114–32.
- ---- 1973 b. "A Plan for a European Currency," *The Economics of Common Currencies*. (Harry G. Johnson and Alexander K. Swoboda, eds.) London: George Allen and Unwin, 143–73.
- ---- 1975. "Inflation from an International Viewpoint," *The Phenomenon of World Inflation*. (David I. Meiselman and Arthur B. Laffer, eds.) Washington D.C.: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 141–52.
- ---- 1983. "International Monetary Options", *The Cato Journal*, 3 (1), (Spring: 1983), 189-210.
- ---- 1990. "Debts and Deficits in Alternative Models." *Rivista di Politica Economica* 80 (7-8), 5-129.
- ----1997 a. "The International Monetary System in the 21st Century: Could Gold Make a Comeback?" *Lecture at St. Vincent College*.
- ----1997 b. "Optimum Currency Areas" *Lecture at Tel-Aviv University, Israel*. December 5 1997.
- ----1997 c. "Updating the Agenda for Monetary Reform". *Optimum Currency Areas* (Ed by Mario I. Blejer, Jacob A. Frenkel, Leonardo Leiderman, and Assaf Razin, in cooperation with David M. Cheney). International Monetary Fund, 29-48.
- ----1997 d. "Money and the Sovereignty of the State". *International Economic Association Conference in Trento, September 4-7, 1997*. Trento, Italy
- ---- 1998 a. "Uses and Abuses of Gresham's Law in the History of Money". *Zagreb Journal of Economics*, 2 (2), 57-72.
- ---- 1998 b. "What the Euro Means for the Dollar and the International Monetary System," *Atlantic Economic Journal*, 26(3), 227–37.
- ---- 1998 c. "What Makes a Great Currency," *Central Banking*, 9, August, 35–42.
- ---- 2000. "A Reconsideration of the Twentieth Century." *American Economic Review*. June, vol. 90, 327–40.
- ---- 2000. "Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform". *Journal of Applied Economics*, III (2), 217-256.
- ---- and Milton Friedman. 2001. "One World, One Money?", *Policy Options* 22(4): 10-19.
- ---- 2002. "Notes on the Development of the International Macroeconomic Model". *The Open Economy Macromodel: Past, Present and Future*. (Arie Arnon and Warren Young eds). Kluwer Publishers & Springer Science +Business Media. New York, 1-16.
- ---- 2003. "The International Monetary System and the Case for a World Currency." *Distinguished Lectures Series n. 12*. Leon Kozminski Academy of Entrepreneurship and Management (WSPiZ). Warsaw, Poland.

b) *Libros:*

- *The International Monetary System: Conflict and Reform* (1965) Private Planning Association of Canada.
- *Man and Economics. The Science of Choice* (1968) Mc Graw-Hill.
- *International Economics* (1968). New York: Macmillan.
- *Monetary Problems of the International Economy* (1969) Robert A. Mundell & Alexander Swoboda eds. University of Chicago Press.
- *Monetary Theory: Interest, Inflation and Growth in the World Economy* (1971). Pacific Palisades, CA: Goodyear.
- *The New International Monetary System* (1978) Robert A. Mundell & Jacques J. Polak eds. Columbia University Press.
- *A Monetary Agenda for the World Economy* (1983). Robert A. Mundell & Jack Kemp eds. Quantum.
- *Global Disequilibrium in the World Economy* (1990). Mario Baldassarri, John McCallum & Robert A. Mundell eds. Palgrave Macmillan UK.
- *Building the New Europe Vol. 1: The Single Market and Monetary Unification* (1993). Mario Baldassarri & Robert A. Mundell eds. Palgrave Macmillan UK.
- *Building the New Europe Vol. 2: Eastern Europe's Transition to a Market Economy* (1993). Mario Baldassarri & Robert A. Mundell eds. Palgrave Macmillan UK.
- *Debts, Deficits and Economic Performance* (1993). Robert A. Mundell, Mario Baldassarri, Domagoj Hruška & Jane Winstone eds. Palgrave Macmillan UK.
- *International Problems of Economic Interdependence* (1994). Mario Baldassarri, Massimo Di Matteo & Robert A. Mundell eds. Palgrave Macmillan UK.
- *Inflation and Growth in China: Proceedings of a Conference Held in Beijing, China, May 10-12-1995* (1996). Manuel Guitián & Robert A. Mundell eds. International Monetary Fund
- *International Monetary Policy after the Euro* (2005). Robert A. Mundell, Paul Zak & Derek Schaeffer eds. Edward Elgar.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2021		abril				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
19	20	21	22	23	24	25
			<p>INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Febrero de 2021. Intercambio Comercial Argentino (ICA). Marzo de 2021.</p> <p>Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria.</p>			
26	27	28	29	30	01	02
<p>INDEC: Encuesta Nacional de Centros de Compra. Encuesta de Supermercados y Autoservicios Mayoristas. Febrero de 2021.</p>		<p>Reserva Federal EE.UU.: Reunión Comité Federal de Mercado Abierto.</p>	<p>Reserva Federal EE.UU.: Reunión Comité Federal de Mercado Abierto.</p> <p>Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.</p> <p>Bureau of Economic Census (EE.UU.): PBI 1er Trimestre 2021. Primer Avance.</p>	<p>INDEC: Índice de Salarios. Febrero de 2021.</p> <p>Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.</p>		
2021		mayo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
03	04	05	06	07	08	09
	<p>Banco Central de Brasil: Reunión Comité de Política Monetaria (COPOM).</p> <p>Bureau of Economic Census (EE.UU.): Comercio Exterior de EE.UU. de Bienes y Servicios. Marzo de 2021.</p>	<p>Banco Central de Brasil: Reunión Comité de Política Monetaria (COPOM).</p> <p>IBGE (Brasil): Encuesta de Producción Industrial. Marzo 2021.</p>	<p>INDEC: Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI Manufacturero). Marzo de 2021</p> <p>Indicadores de Coyuntura de la Actividad de la Construcción. Marzo de 2021.</p> <p>Índices de Precios y Cantidades del Comercio Exterior. 1er trimestre de 2021.</p> <p>Banco de Inglaterra: Reunión de Política Monetaria.</p>	<p>BCRA: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Informe Monetario Mensual.</p> <p>Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del Empleo. Abril 2021.</p>		
10	11	12	13	14	15	16
	<p>IBGE (Brasil): Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA). Abril de 2021.</p>	<p>Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor (IPC). Abril 2021.</p>	<p>INDEC: Índice de Precios al Consumidor (IPC) Abril de 2021.</p> <p>Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Productor. Abril 2021.</p>			

INDICADORES

Indicador	Mar-20	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21	Mar-21
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	3,3%	1,5%	1,5%	2,2%	1,9%	2,7%	2,8%	3,8%	3,2%	4,0%	4,0%	3,6%	4,8%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	3,1%	1,7%	1,6%	2,3%	2,5%	3,0%	2,3%	3,5%	3,9%	4,9%	3,9%	4,1%	4,5%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	3,9%	3,2%	0,7%	1,0%	1,3%	3,5%	3,0%	4,8%	2,7%	4,4%	4,8%	3,8%	4,6%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	48,4%	45,6%	43,4%	42,8%	42,4%	40,7%	36,6%	37,2%	35,8%	36,1%	38,5%	40,7%	42,6%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	51,4%	48,5%	46,2%	45,6%	46,2%	43,9%	38,3%	37,9%	37,8%	39,4%	41,4%	43,7%	45,7%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	51,3%	52,2%	49,6%	47,4%	46,0%	44,5%	40,8%	43,9%	40,4%	42,1%	42,3%	43,9%	44,8%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	3,6%	1,4%	1,5%	2,0%	1,6%	2,8%	2,8%	3,6%	3,0%	3,7%	3,3%	3,6%	5,2%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	3,3%	1,6%	1,4%	2,3%	2,3%	3,2%	2,2%	3,4%	4,1%	4,5%	3,2%	4,3%	4,3%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	2,7%	2,0%	1,0%	1,4%	1,6%	2,4%	2,2%	2,5%	3,1%	3,8%	3,8%	2,9%	3,9%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	46,9%	44,2%	42,1%	41,3%	40,6%	39,2%	35,2%	35,7%	34,2%	34,1%	35,9%	38,3%	40,4%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	50,3%	47,3%	44,6%	44,2%	44,5%	42,3%	36,8%	36,4%	36,9%	37,6%	39,1%	42,0%	43,5%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	44,6%	42,2%	39,2%	37,4%	36,6%	35,3%	31,7%	31,3%	30,1%	30,5%	32,3%	33,6%	35,0%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	30,0	40,0	50,0	40,0	40,0	40,0	40,0	45,0	40,0	40,0	45,0	45,0	50,0
Media	33,8	40,3	47,4	44,5	43,1	45,0	40,3	47,0	44,5	42,9	44,1	45,2	46,3
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	30,7%	14,0%	2,4%	7,8%	16,1%	24,9%	34,3%	28,1%	27,0%	20,8%	53,3%	49,3%	63,1%
Gastos Totales	65,7%	69,5%	77,3%	56,7%	37,8%	60,0%	61,2%	35,3%	34,6%	28,4%	25,5%	40,6%	33,4%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	36,5%	18,6%	5,0%	8,5%	21,0%	27,2%	36,5%	29,6%	29,8%	23,5%	55,8%	50,9%	69,6%
Gastos Primarios	70,0%	96,6%	96,8%	72,7%	59,2%	56,9%	71,6%	54,8%	40,5%	52,7%	45,8%	43,4%	36,2%
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	35,3%	11,6%	12,4%	20,1%	24,0%	33,5%	43,7%	43,9%	36,7%	38,0%	45,3%	50,0%	69,0%
Dirección General Impositiva	26,5%	7,4%	22,9%	17,2%	30,1%	53,6%	50,4%	61,9%	52,1%	60,7%	38,5%	43,0%	67,4%
Dirección General de Aduanas	54,5%	24,8%	-11,1%	26,9%	16,6%	1,6%	32,5%	18,5%	19,5%	9,0%	101,3%	119,3%	131,8%
Sistema de Seguridad Social	40,0%	10,0%	11,6%	22,4%	18,5%	22,1%	40,9%	32,4%	20,6%	20,9%	24,7%	27,2%	34,0%

Indicador	Mar-20	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21	Mar-21
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	41,2	39,3	38,4	39,5	38,2	41,3	40,3	38,8	40,9	39,3	38,2	37,7	38,2
Var. % m/m	-3,5%	-4,7%	-2,2%	-2,7%	-3,3%	8,2%	-2,4%	-3,7%	5,2%	-3,8%	-2,8%	-1,1%	1,1%
Var. % a/a	18,5%	14,2%	5,3%	-2,7%	-13,6%	-1,3%	-4,2%	-11,3%	-1,2%	-7,2%	-11,2%	-11,8%	-7,4%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-11,1%	-25,4%	-20,0%	-11,6%	-12,7%	-11,5%	-6,2%	-7,3%	-3,7%	-2,2%	-2,0%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-10,5%	-17,1%	9,5%	8,4%	2,2%	1,4%	2,3%	2,1%	1,4%	0,9%	1,9%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFSA) Var. % a/a	-43,9%	-73,6%	-28,3%	-34,9%	-42,7%	-16,2%	30,5%	22,5%	37,3%	25,2%	6,1%	-1,9%	71,0%
Var m/m, con estacionalidad	-30,4%	-60,3%	166,7%	18,7%	-5,5%	21,2%	23,7%	1,2%	-5,7%	24,1%	-30,0%	-2,3%	21,3%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-8,3%	-29,0%	-20,5%	-4,6%	-5,9%	-3,6%	2,5%	-3,1%	3,0%	2,6%	4,1%	-2,7%	s/d
Var m/m, desest.	-3,2%	0,6%	0,6%	2,2%	2,2%	3,3%	0,5%	-1,0%	2,6%	-1,0%	1,0%	-0,5%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-16,6%	-33,3%	-26,1%	-6,4%	-6,6%	-7,0%	3,7%	-3,1%	4,3%	4,9%	4,4%	1,6%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-47,1%	-76,2%	-48,5%	-14,7%	-12,9%	-17,6%	-3,8%	-0,9%	6,2%	27,4%	23,3%	22,7%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-39,5%	-74,3%	-34,0%	1,7%	13,6%	2,3%	18,5%	15,8%	13,5%	18,1%	24,0%	25,2%	103,7%
Var. % m/m, desest.	-31,4%	-59,2%	183,6%	33,3%	27,0%	-11,3%	3,8%	3,8%	-2,9%	-9,7%	0,7%	8,2%	-5,1%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-46,5%	-55,1%	-32,9%	-6,9%	-13,2%	-12,3%	10,1%	13,2%	28,0%	33,6%	19,2%	18,0%	93,5%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	4.383	4.349	5.078	4.786	4.931	4.955	4.727	4.674	4.500	3.544	4.912	4.775	s/d
Var. % a/a	-14,7%	-18,0%	-15,6%	-8,6%	-15,8%	-11,0%	-17,7%	-20,6%	-23,6%	-34,1%	7,3%	9,1%	s/d
Importaciones en USD	3.154	2.894	3.166	3.299	3.451	3.508	4.129	4.004	4.115	3.908	3.844	3.713	s/d
Var. % a/a	-20,2%	-30,7%	-31,8%	-21,0%	-29,6%	-20,3%	3,2%	-2,8%	20,7%	24,7%	8,7%	16,4%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.229	1.455	1.912	1.487	1.480	1.447	598	670	385	-364	1.068	1.062	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	197,0	183,9	184,0	189,9	196,0	199,5	211,5	226,1	239,0	248,6	272,6	280,4	283,3
Var. % a/a	-3,7%	-8,3%	-7,2%	-11,3%	-7,0%	-0,7%	4,7%	7,2%	14,0%	16,9%	26,4%	35,6%	43,8%

Indicador	Mar-20	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-20	Mar-21
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	1.920	2.147	2.222	2.159	2.315	2.334	2.318	2.325	2.346	2.433	2.604	2.593	2.524
Circulante	1.175	1.332	1.433	1.517	1.635	1.668	1.663	1.692	1.693	1.789	1.862	1.835	1.816
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	2.207	2.472	2.609	3.068	3.271	3.404	3.495	3.544	3.448	3.689	3.780	4.044	4.184
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	1.541	1.244	1.263	1.655	1.706	1.833	1.853	1.714	1.641	1.645	1.722	1.801	1.883
(b) Pasivos netos por pases	11	373	579	582	690	665	712	877	843	1.033	1.004	952	1.177
(c) Depósitos del Gobierno	656	855	767	831	876	906	931	952	964	1.011	1.054	1.291	1.123
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	44	44	43	43	43	43	42	41	39	39	40	39	40
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	21	21	20	19	19	20	19	18	17	18	18	18	18
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	175	199	206	219	233	243	253	254	261	290	301	316	316
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	63	66	68	70	71	73	75	78	80	83	86	89	91
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	5.246	5.621	5.931	6.320	6.631	6.865	7.047	7.081	7.140	7.536	7.904	8.088	8.420
Sector privado	4.394	4.746	4.976	5.251	5.543	5.695	5.810	5.768	5.796	6.124	6.415	6.604	6.843
Sector público	852	875	955	1.069	1.088	1.171	1.237	1.313	1.344	1.412	1.490	1.484	1.577
En moneda local (\$ M.M.)	3.935	4.273	4.603	4.985	5.253	5.437	5.588	5.714	5.782	6.067	6.321	6.456	6.739
Sector privado	3.239	3.559	3.812	4.080	4.329	4.434	4.524	4.580	4.624	4.875	5.063	5.215	5.400
Sector público	696	715	791	906	924	1.003	1.064	1.134	1.158	1.192	1.258	1.241	1.338
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.311	1.347	1.328	1.335	1.377	1.428	1.459	1.367	1.357	1.469	1.583	1.623	1.682
Sector privado	1.155	1.187	1.164	1.171	1.213	1.261	1.286	1.188	1.171	1.249	1.352	1.389	1.443
Sector público	156	160	164	164	164	168	173	179	186	220	232	235	239
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	20,7	20,5	19,6	19,2	19,3	19,5	19,4	17,6	17,0	17,8	18,4	18,4	18,5
Sector privado	18,3	18,1	17,2	16,8	17,0	17,2	17,1	15,3	14,7	15,1	15,7	15,7	15,8
Sector público	2,5	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,6	2,7	2,7	2,6
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	38,6	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	36,9	36,9	38,0	38,0	38,0	38,0
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	29,4	7,6	13,3	15,9	15,6	15,9	14,2	23,3	26,4	27,8	27,7	29,1	29,2
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	38,6	21,6	20,9	22,7	21,5	21,2	20,7	27,4	32,3	33,3	34,7	34,9	36,1
Préstamos personales	58,4	53,0	51,2	50,2	50,6	51,1	51,6	50,7	52,9	55,4	56,4	55,9	56
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	28,5	20,1	22,8	28,5	28,3	28,6	28,6	29,6	32,0	33,4	33,3	33,3	33,3
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	27,4	24,3	26,2	29,5	29,6	32,4	37,6	32,8	34,9	36,1	36,1	36,1	36,1
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	28,6	19,7	22,4	27,9	27,8	28,1	28,2	29,2	31,2	32,5	32,7	32,6	32,7