

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 196 Año 21 – 20 de julio de 2021

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

EL DATO DEL MES

Tipo de cambio. El dólar paralelo cotizó hoy a \$185, el nivel máximo en lo que va de este año, cerrando a \$ 182 con una brecha de 89% respecto del dólar oficial minorista. La suba responde a los nuevos controles a la operatoria “contado con liquidación” que desvió la demanda de dólares hacia varios segmentos del mercado de divisas.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina I: el gobierno y la pandemia. El Covid-19 ya ha causado la muerte de más de 100.000 personas. Se está acelerando la velocidad de vacunación, pero continúan las controversias sobre la eficiencia de la estrategia oficial para controlar la pandemia. Contra lo esperado meses atrás, el gobierno ingresa al período electoral en medio de demasiados frentes de conflicto.

Argentina II: el dólar hacia el ojo de la tormenta. Las restricciones a las actividades económicas y la proximidad de las elecciones tornan inevitable un sesgo hacia una política fiscal expansiva financiada con emisión de dinero. Los nuevos controles cambiarios han reavivado la expectativa de una futura devaluación del peso, e impulsado la suba del dólar en varios segmentos del mercado de divisas.

La economía mundial, con optimismo: La economía global ingresa al segundo semestre de 2021 con perspectivas favorables, aunque bajo la amenaza de nuevas cepas del coronavirus y de presiones inflacionarias. Por ahora, la Fed y el BCE mantienen los estímulos monetarios. China, a su vez, redujo los encajes bancarios ante las señales de desaceleración del crecimiento económico.

Brasil: El PBI de Brasil creció más de lo esperado en el primer trimestre de 2021. Sin embargo, la recuperación enfrenta varios riesgos: a) económicos, por la fragilidad de una recuperación impulsada por el gasto público, b) sanitarios, por la continuación de la pandemia, y c) políticos, con Lula al tope de las encuestas de opinión.

Ecuador y su nuevo gobierno: A un mes de su asunción la aprobación en las encuestas de opinión del presidente Guillermo Lasso supera a la de otros antecesores, como Rafael Correa y Jaime Roldós Aguilera. Los mercados de bonos reaccionaron positivamente y el riesgo país descendió desde 1.360 p.b. en mayo a 776 p.b. a fin de junio

LO QUE VIENE

Tensiones en el mercado cambiario. La perspectiva de mayor emisión monetaria con menor oferta de dólares va a incentivar nuevas compras de dólares. El gobierno puede profundizar los controles cambiarios y ofrecer deuda pública en pesos, pero a costa de mayores tasas de interés que pueden enfriar la potencial reactivación económica.

Criptoactivos: La baja de la cotización de Bitcoin y otros cryptoactivos puede continuar en las próximas semanas. El BIS y varios gobiernos entienden que los emisores y plataformas para su uso son un factor de inestabilidad sistémica, y que deberían estar bajo una regulación prudencial más rigurosa que la aplicada a los bancos comerciales y de inversión. A su vez la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, ha recomendado la necesidad de “actuar rápido” para asegurarse que en EE.UU. queden bajo un apropiado marco regulatorio.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE MAYO DE 2021

		2021 Marzo	Abril	Mayo	Junio	Tendencia hasta mayo
IPC Var. % mensual		4,8%	4,1%	3,3%	3,2%	
IPC Var. % interanual		42,6%	46,3%	48,8%	50,2%	
Industria % uso capacidad instalada		64,5%	63,5%	61,5%	s.d.	

		2021 Marzo	Abril	Mayo	Junio	Tendencia hasta mayo
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		1.589	1.551	1.508	1.596	Estable
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes		91,9	93,6	94,7	95,7	
IVA DGI Recaudación Mensual Var. % interanual		5,0%	88,0%	8,1%	64,7%	
Depósitos en pesos Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		3,5%	2,8%	3,5%	4,0%	
Depósitos en dólares Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		1,2%	0,8%	0,8%	0,9%	

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior		
PRECIOS	IPC NACIONAL	INDEC	Junio 2021	Var. % mensual	3,2%	3,3%		
				Var.% interanual	50,2%	48,8%		
	IPC G.B.A		Junio 2021	Var. % mensual	3,1%	3,4%		
				Var.% interanual	48,3%	46,8%		
	IPC C.A.B.A		Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Junio 2021	Var. % mensual	3,2%	3,6%	
					Var.% interanual	43,9%	41,4%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Abril 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	5,1%	-14,4%	
	Ventas en Supermercados		Abril 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-3,0%	-4,3%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Junio 2021	Var.% interanual	0,9%	4,6%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Abril 2021	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-1,2%	-0,2%	
				Var.% interanual	28,3%	11,4%	
Actividad Industrial	PBI		1° trim. 2021	Var. % en-mar '21 vs en-mar '20	2,5%	-4,3%	
			Mayo 2021	Var.% interanual	30,2%	55,9%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Abril 2021	% uso capacidad instalada	63,5%	64,5%	
			Mayo 2021	Var.% interanual	70,9%	321,3%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Junio 2021	Var % mensual	9,2%	3,9%	
				Var. interanual	84,1%	80,7%	
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	-0,1%	2,0%	
	Var. interanual			49,5%	63,0%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	0,4%	2,3%	
Var. interanual	73,6%	67,1%					

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Mayo 2021	Nivel (US\$ M)	6.764	6.143	
				Var. % interanual	33,2%	41,3%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	5.141	4.673	
				Var. % interanual	62,4%	61,5%	
Saldo balanza comercial	Nivel (US\$ M)	1.623	1.470				

PANORAMA DE ARGENTINA

CRISIS SANITARIA Y EL RETORNO DEL ESTILO CONFLICTIVO

Héctor Rubini

El Covid-19 ya ha causado la muerte de más de 100.000 personas. Se está acelerando la velocidad de vacunación, pero continúan las controversias sobre la eficiencia de la estrategia oficial para controlar la pandemia. Contra lo esperado meses atrás, el gobierno ingresa al período electoral en medio de demasiados frentes de conflicto.

1. El Gobierno con cada vez más dificultades

El gobierno enfrenta el semestre más difícil del año con problemas irresueltos, a los que responde de manera errática, multiplicando frentes de conflicto y generando crecientes dudas sobre su capacidad para administrar la doble crisis actual, la sanitaria y al económica.

Desde junio se observa una caída en los contagios y muertes por COVID-19 y una progresiva reducción del “stress” sobre el sistema sanitario. La amenaza que persiste es la circulación de la variante “Delta” descubierta inicialmente en la India, pero con más casos en el Reino Unido. Dicha variante, por ahora detectada en casos aislados provenientes del exterior, aunque no es de extrañar que ya esté circulando en nuestro país. **Su contagiosidad es mayor que las demás conocidas hasta ahora, y la evidencia preliminar disponible indica que una persona con dos dosis de cualquier vacuna puede soportar los síntomas sin internación¹. Pero la probabilidad de supervivencia es mucho menor para quien no tenga ninguna dosis aplicada.**

Para evitar un nuevo colapso del sistema de salud se requería desde comienzos de este año la rápida vacunación de toda la población y el mantenimiento de medidas de distanciamiento social con una estrategia de flexibilización mínimamente organizada. El gobierno no ha acertado en ninguna de las dos líneas de acción, y la reciente decisión de reducir el ingreso aéreo de argentinos desde el exterior de 2.000 a 600 personas diarias ha generado un fuerte rechazo y acciones judiciales contra el Gobierno.

A este frente de conflicto se suman los reclamos por los altibajos en los avances de la vacunación de la población. Luego de una fuerte presión mediática **el oficialismo aceptó tratar en el Congreso un proyecto de ley para autorizar al Ejecutivo la compra de vacunas de los laboratorios Pfizer y Moderna. Créase o no, el propio oficialismo votó en contra y acto seguido, el Ejecutivo emitió un Decreto para contratarlas.**

El proceso de vacunación se ha acelerado, pero sigue con los problemas propios de no haber privilegiado realmente la prevención sanitaria: el total de vacuna contratada se limita a proveedores de tres vacunas, durante más de un año en el que el gobierno ha mostrado una particular aversión a contratar vacunas de origen estadounidense. Las explicaciones oficiales siguen sin convencer, al igual que las argumentaciones sobre **por qué a través del mecanismo COVAX se acordó el acceso a 2.275.200 de la vacuna Oxford-AstraZeneca y no a 9 millones.** La disponibilidad de vacunas de más proveedores y orígenes podría haberse priorizado, ya que, **ante la gran demanda mundial, los contratos cerrados más tarde y por cantidades menores van quedando atrás en la “cola” de espera.** Y a esto se ha sumado la escasez de insumos, en parte provocada **por la política proteccionista de los EE.UU.,** y la decisión de varios gobiernos **cortar las exportaciones por tiempo indeterminado y priorizar la vacunación de la población propia (caso de India y otros).**

Con una población en torno de 45 M de personas, nuestro país debía asegurarse no menos de 90 M de dosis de vacunas, pero las autoridades cerraron contratos de compra por 85,5 M de dosis. El contrato con el laboratorio Moderna es para el envío de vacunas para el año próximo, pero abrió la puerta al envío casi inmediato de 3,5 vacunas para su aplicación a menores entre 11 y 17 años. Sin embargo, todavía la Food and Drugs Administration no la ha aprobado en EE.UU. y tampoco **la Administración Nacional de Medicamentos, Alimentos y Tecnología Médica (ANMAT).** A su vez, el laboratorio Janssen inició ante la ANMAT la presentación en diciembre pasado de su vacuna de

¹ Al cierre de este informe se confirmó la detección de 9 casos en nuestro país de contagiados con la variante Delta. Todos ellos, arribados en las últimas dos semanas a nuestro país y aislados en hoteles. Tres de ellos se habían vacunado en EE.UU. En total Argentina registra 15 casos de contagiados con la variante Delta. Son todos viajeros arribados del exterior por vía aérea, cuatro de ellos ya vacunados en el exterior, y uno habría roto la cuarentena obligatoria.

sólo una dosis, y sigue sin ser aprobada. La ANMAT ha aprobado sólo la de Pfizer por 1 año, y para su venta bajo receta. Por otro lado, las autoridades han cerrado acuerdos para la compra de vacunas en China (5,4 M de dosis de CanSino, de una dosis) y Cuba (Soberana y Abdala, esta última de tres dosis).

La provincia de Buenos Aires, por su lado, ha adquirido 10 M de dosis de la vacuna Covaxin de India, y 20 M de dosis de la vacuna china CanSino, y la provincia de Córdoba 1 M de esta última, aparentemente para sustituir el segundo componente de la Sputnik V cuya producción en Rusia enfrenta restricciones de insumos difíciles de resolver.

CUADRO 1. ADMINISTRACIÓN DE DOSIS DE VACUNAS CONTRA COVID-19 EN ARGENTINA AL 12 DE JULIO DE 2021

Vacuna	Origen	Comprometidas	Recibidas		Faltante		Próximas entregas	Mes
Sputnik V	Rusia	30.000.000	11.868.830	39,6%	18.131.170	60,4%	450.000	Julio
Sinopharm	China	30.000.000	12.144.000	40,5%	14.016.000	46,7%	1.856.000	Julio
							8.000.000	Agosto
							8.000.000	Septiembre
Oxford AstraZeneca	India (Covishield)	1.160.000	580.000	50,0%	580.000	50,0%	s.d.	s.d.
	Corea del Sur AZ-SKBio (Covax)	1.944.000	1.944.000	100,0%	0	0,0%		
	Arg. - EE.UU. AZD-1222	22.431.000	9.140.600	40,7%	11.940.700	53,2%	s.d.	s.d.
Moderna	EE.UU.	3.500.000	3.500.000	100,0%	0	0,0%		
	Total	85.535.000	39.177.430		44.667.870			

Moderna	EE.UU.	20.000.000
---------	--------	------------

A ser entregadas a partir de 2022

Dosis Recibidas:	39.177.430		
Habilitadas por ANMAT:	35.677.430 ²		
Dosis Distribuidas:	31.193.944	Stock no distribuido:	4.483.486 dosis
Dosis Aplicadas:	27.825.228	Dosis distribuidas no aplicadas:	3.368.716 dosis
		Total en stock, no aplicadas:	7.852.202 dosis

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

Costará explicar, y no sólo en la campaña electoral, una serie de interrogantes que siguen generando controversias y no poca irritación: ¿por qué se subestimó inicialmente la pandemia?, ¿por qué no se permitió un año atrás a los gobiernos provinciales negociar compras de vacunas en el exterior para este año?, ¿por qué seguir desdeñando la distribución y aplicación de vacunas en sanatorios, obras sociales sindicales y farmacias?, la acumulación de dosis no aplicadas ¿es para concentrar la vacunación en los días previos a las elecciones primarias de septiembre y las legislativas de noviembre?

Las cifras de víctimas fatales y contagios de nuestro país no son las peores el mundo, pero lamentablemente el jueves pasado Argentina superó los 100.000 fallecidos por el coronavirus.

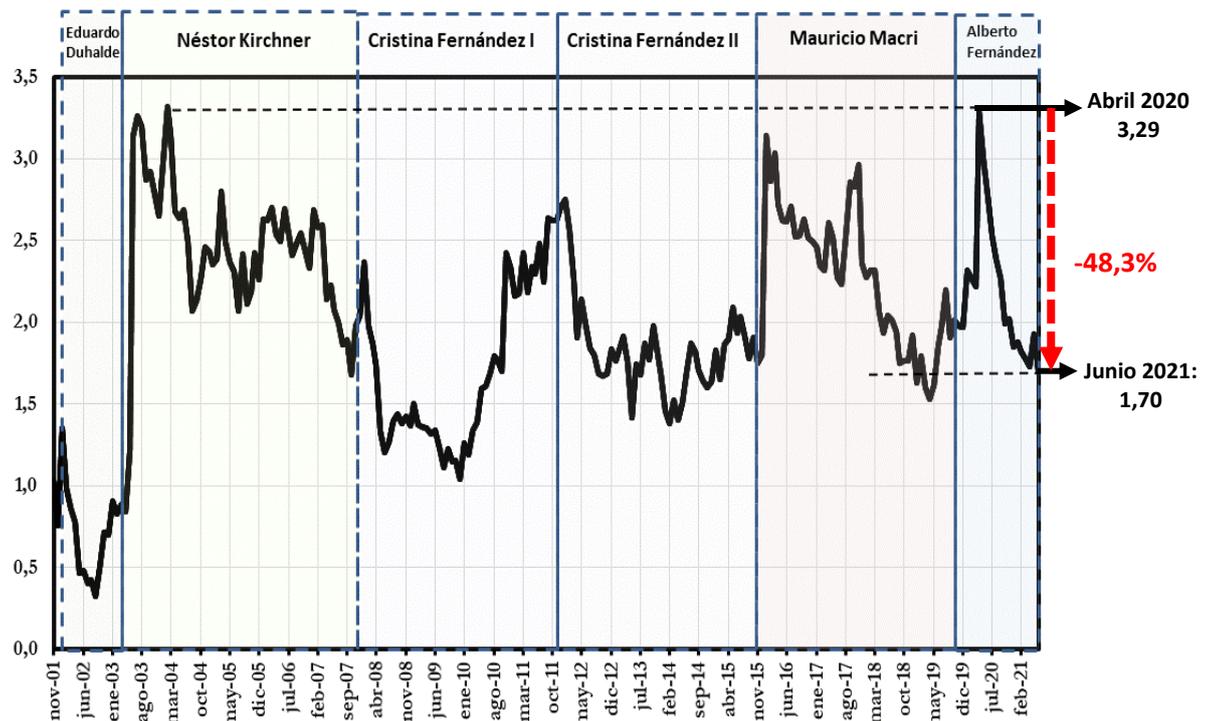
2. El estilo conflictivo de 2008-2015 complica al propio gobierno

La estrategia oficial para la pandemia y para la administración de reclamos y situaciones preexistentes sigue generando situaciones conflictivas. Esto le está restando credibilidad a las autoridades, como se comprueba en la caída en su imagen en cada vez más encuestas de opinión a poco más de dos meses de distancia de las elecciones Primarias Abiertas Simultánea y Obligatorias (PASO) del próximo 12 de septiembre.

Esto se observa, por caso, en el Índice de Confianza del Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella, que en junio se encuentra en un 48,3% por debajo de pico de abril de 2020, se encuentra niveles comparables a los más bajos de la presidencia de Mauricio Macri, en 2019:

² Sobre el cierre de este informe la ministra de Salud Carla Vizzotti dejó entrever en una rueda de prensa que, por tratarse de una donación, el lote recibido de vacunas de Moderna podría distribuirse sin requerirse aprobación previa de la ANMAT.

GRÁFICO 1: ÍNDICE DE CONFIANZA EN EL GOBIERNO UTDT (NOVIEMBRE 2001-JUNIO 2021)



Fuente: Universidad Torcuato Di Tella

La serie de conflictos que enfrenta el gobierno se han multiplicado rápidamente, y pueden poner en riesgo en varios distritos las posibilidades electorales del oficialismo.

- a) **El problema de los varados en el exterior:** entre el 29 de junio y el 9 de julio se redujo sorpresivamente de 2.000 a 600 personas diarias el máximo de argentinos admitidos para retornar por vía aérea del exterior. La decisión ha complicado seriamente la situación de miles de personas que salieron del país en distintas fechas, no necesariamente por turismo o entretenimiento. A la fecha se estima que todavía están en el exterior con problemas para retornar unos 31.000 argentinos en distintos países. Luego de la Decisión Administrativa 683/2021 la Administración Nacional de Aviación Civil (ANAC), ha autorizado la ampliación del cupo diario según el siguiente esquema:
1. 5.200 personas entre el 10/7/2021 y el 16/7/2021 (promedio: 743 personas por día),
 2. 6.300 personas entre el 17/7/2021 y el 23/7/2021 (promedio: 900 personas por día),
 3. 7.000 personas entre el 24/7/2021 y el 6/8/2021 (promedio: 1000 personas por día).

Es sólo una solución parcial: unas 11.000 personas seguirán varadas desde el 6 de agosto a su costo. Un problema con implicancias laborales y personales que han motivado acciones judiciales contra el gobierno nacional, algunas con fallos a favor y otros en contra. A su vez, la ONG Bases Republicanas ha recurrido a la Comisión Interamericana de Derechos Humanos solicitando su intervención directa por esta decisión del gobierno argentino³.

- b) **El enredo del monotributo:** el pasado 8 de abril el Congreso aprobó la Ley 27.618 sobre el Régimen Simplificado de la Ley de Impuesto a las Ganancias para pequeños contribuyentes (monotributo). El artículo 15 de la nueva Ley establece una actualización de oficio por parte de la AFIP en base a parámetros según ingresos brutos declarados y alquileres a ser aplicados retroactivamente desde enero de 2021. La reglamentación de la Ley (Decreto 337/2021 y Res. Gral. 5003 de AFIP) incluyó una compleja mecánica de **actualización retroactiva de escalas, una**

³ Amnistía Internacional Argentina envió pedidos de informes al Jefe de Gabinete, al Ministro del Interior y al Canciller sobre este problema. En declaraciones radiales, su directora ejecutiva en nuestro país, Mariela Belski sostuvo que “se está violando el derecho a información de las personas” y sobre las declaraciones juradas que deben firmar los pasajeros previo a cualquier vuelo afirmó en una entrevista radial: “**El Estado no te puede obligar a que firmes nada donde vos renunciés a tus derechos**”.

limitación para el cómputo de créditos fiscales de IVA no contemplado en la Ley y plazos muy escuetos para tramitar las recategorizaciones. Todo este paquete regulatorio generaba, además nuevas deudas a contribuyentes que habían pagado al día, lo que provocó el fuerte rechazo hasta de cámaras empresarias y forzó a la AFIP primero a ofrecer una refinanciación de hasta 20 cuotas de estas nuevas deudas que además debían cancelarse antes del día 20 de este mes. El 10 de junio el Poder Ejecutivo debió ingresar al Congreso un proyecto de ley para derogar este mecanismo y reemplazarlo por otro que actualice las cuotas un 35,3% desde este mes, y reducir las deudas impositivas respecto de 2020 sin pago de intereses ni punitivos.

- c) **El conflicto con productores ganaderos:** el 20 de mayo entró en vigencia la Res. N° 72/2021 del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca que **suspendió por un mes de las ventas al exterior del 92% de los cortes de carne vacuna exportados en 2020 para controlar la suba de precios internos.** Los ganaderos realizaron un cese de comercialización en mayo y se han manifestado disconformes con acotar la decisión oficial de restringir exportaciones al 50% del total exportado en el mismo mes de 2020, y de prohibir la exportación de 7 cortes de alta demanda local, medias reses y cuartos con hueso hasta fin de año. El Gobierno también anunció que hacia fin de agosto anunciaría un **Plan Ganadero**. Los dirigentes rurales de la Mesa de Enlace siguen reclamando la liberación de las exportaciones y rechazan ese anunciado Plan Ganadero. El 9 de julio los dirigentes rurales y productores autoconvocados participaron de una protesta en San Nicolás contra la política del gobierno hacia el sector agropecuario. Sin cambios en la política oficial, todo indica que la tensión del conflicto va a aumentar.
- d) **Conflicto con provincias productoras de biocombustibles:** en abril el diputado Máximo Kirchner presentó un proyecto de ley que reduce de 10% a 5% el corte de biodiesel de soja y maíz para su mezcla con gasoil. El corte de bioetanol para las naftas lo deja en el 12% actual, pero repartido en 6% para el producido en base a maíz y 6% para etanol de caña. Ante la suba de precios internacionales o escasez de oferta, se prevé que la Secretaría de Energía reduzca ese corte al 3%. Pero también le otorga poder discrecional para elevarlo según diversas razones económicas o técnicas. El proyecto, ya tiene media sanción de Diputados y este jueves sería aprobado por la Cámara de Senadores. El Poder Ejecutivo **emitió ayer el Decreto 456/2021 que prorroga el régimen actual hasta el 27 de agosto o hasta que entre en vigencia el nuevo régimen.** De su reglamentación resultará la definición precisa de los efectivos poderes en la materia de la Secretaría de Energía, del control de sus grados de discrecionalidad, de la existencia o no de mecanismos preventivos de la influencia de lobbies sectoriales y regionales, y de su alineamiento con criterios básicos de defensa de la competencia y de los consumidores finales. Pero fundamentalmente, de la estimación de costos y beneficios de las provincias productoras de biodiesel, y de su apoyo futuro o no a nuevos proyectos de ley del oficialismo.
- e) **Conflicto con organizaciones sociales:** desde mediados de junio ha aumentado con fuerza la frecuencia y cantidad de cortes de calle y protestas contra el gobierno (499 piquetes sólo en junio pasado). En general se trata de reclamos por la insuficiente asistencia desocupados y trabajadores precarizados: cobro de medio aguinaldo, alimentos que no estarían recibiendo en cantidad y calidad satisfactorias, vacunas contra COVID-19 para trabajadores de comedores populares, evitar bajas del programa Potenciar Trabajo y un ingreso universal no inferior al costo de la canasta básica. **No se observa solución en el corto plazo para estos reclamos, mientras tanto, las protestas contra el gobierno continúan ahora a diario.**
- f) **Conflicto con empresas de medicina prepaga:** las empresas del sector vienen reclamando para aplicar aumentos en el costo de las cuotas de los afiliados. En una presentación ante el Congreso de la Nación, el Jefe de Gabinete, Santiago Cafiero, dio a entender que sólo autorizarían subas para solventar aumentos salariales. Ante esa postura y declaraciones de la vicepresidenta sugiriendo la necesidad de una profunda reforma del sector, unas 15 prepagas presentaron ante un tribunal del fuero Contencioso Administrativo un amparo para lograr un aumento de 9,77%. La semana pasada el juez Pablo Cayssials, emitió un fallo por el cual hizo lugar de manera parcial al planteo de las empresas: sostuvo que no está en condiciones de fijar los aumentos, pero a su vez dejó sin efecto las resoluciones 1787/20 y 2988/20 del Ministerio de Salud que habían establecido un tope de 10% y 7%, respectivamente a los aumentos en las cuotas de las prepagas. Las empresas entienden que es necesario un incremento mínimo de 25% para contar con fondos para aumentar los salarios de su personal que está reclamando una suba de 45%. La suba de las cuotas en un nivel cercano a esa pretensión va a generar también controversias en general. Pero lo que más preocupa a las empresas del sector y a varias obras sociales sindicales es el aparente apoyo de dirigentes oficialistas a la propuesta del trabajo **“Ejes centrales para un programa de salud 2020/2024”**, que prevé un régimen regulatorio con un control estatal unificado de todos los operadores del sector en todos sus aspectos operativos y económico-financieros.

- g) **El default de la provincia de Buenos Aires:** el 14 de mayo de 2020 la provincia cayó en default al incumplir el pago de U\$S 110 a bonistas del exterior, luego de un período de gracia de 30 días. A fines de abril de 2020 el gobierno bonaerense comenzó a negociar con los bonistas la reestructuración de una deuda de U\$S 7.150 M (U\$S 7.700 M incluyendo intereses). Las opciones propuestas no han sido aceptadas, de modo que las 19 extensiones de las negociaciones ahora se ha acumulado una serie de presentaciones judiciales de bonistas extranjeros por algo más de U\$S 1.600 M. La provincia tiene plazo hasta el 23 de julio para rechazar la última demanda, y luego se esperan otras dos audiencias en agosto. **Los bonistas en litigio han rechazado la última mejora de la oferta del gobierno bonaerense de reestructurar la deuda, reduciendo la quita de capital, aumentando un poco el cupón de intereses y reduciendo la vida promedio de la nueva deuda de 13 a 11 años.** No es claro ahora que se logre una solución amigable. Tampoco que la provincia logre un fallo favorable frene a los acreedores en juicio.
- h) **El conflicto con Brasil y Uruguay por el Mercosur:** el cambio de la presidencia pro-témpore del bloque vino precedido por expresiones de funcionarios de Brasil y de Uruguay que pondrían a las instituciones del bloque al borde de la irrelevancia. Frente a la renuencia del gobierno argentino a acordar una rápida reducción del Arancel Externo Común y permitir que cada miembro celebre acuerdos comerciales unilateralmente, diversos funcionarios de Uruguay y Brasil mostraron una actitud cada vez más hostil hacia el gobierno argentino. El ministro de Economía de Brasil, Paulo Guedes formuló el 25 de junio en la reunión mensual del Comité Temporario del Covid-19 del Senado de Brasil una serie de ataques directos al gobierno argentino: “Tendremos un problema porque Argentina exige poder de veto y Brasil no se puede detener. **Tendremos ya un problema en el Mercosur.** No vamos a salir del Mercosur, pero **no vamos a estar en un Mercosur impulsado por la ideología.** Vamos a tener que modernizar el Mercosur. Ya conversé con el ministro uruguayo que está con nosotros, y el ministro de Paraguay también dice que está con nosotros. **No vamos a aceptar que nos veten hacer acuerdos que benefician a 200 millones de brasileños... Nosotros no podemos permitir... que un veto... el de un gobierno... el argentino pueda impedir un acuerdo comercial nuestro con el exterior... Ellos (Argentina) son extremadamente proteccionistas,** nosotros los entendemos, pero **ellos no pueden vetarnos por eso. Esa es la idea de la modernización de Mercosur...**” Luego de un cruce con el canciller Scioli a quien Guedes atribuyó erróneamente la coautoría de una carta abierta publicada por los ex presidentes Cardoso y Lula llamando a evitar una baja rápida de aranceles y a optar por la postura gradualista argentina. La calma duró poco. El 6 de julio, mientras se desarrollaba la LVIII Reunión Ordinaria del Consejo del Mercado Común, la cancillería uruguaya anunció sorpresivamente que **“comenzará a conversar con terceros para negociar acuerdos comerciales extrazona”**, sosteniendo además que no está realmente en vigencia la resolución 32/2000 que “reafirma el compromiso” de los países miembro de *“negociar en forma conjunta acuerdos de naturaleza comercial con terceros países o agrupaciones de países extrazona en los cuales se otorguen preferencias arancelarias”*. Según el gobierno uruguayo dicha Resolución no es exigible porque los miembros del bloque no la han incorporado al ordenamiento jurídico de los estados parte. **En Uruguay, por caso, no ha sido aprobada por el Parlamento,** según lo previsto por la Constitución uruguaya, por ser una restricción al ejercicio de su soberanía nacional en materia de política comercial. La decisión uruguaya es conocida: bajo la presidencia de Tabaré Vázquez el gobierno de Uruguay inició un notorio acercamiento al gobierno chino para cerrar un Tratado de Libre Comercio e integrarse a la iniciativa china de la Franja y la Ruta de la Seda. De concretarse, Uruguay pasaría a ser un “hub” de ingreso de todo tipo de manufacturas chinas que son vistas como amenazas por empresarios industriales brasileños y argentinos. ¿Lo hará Uruguay unilateralmente exponiéndose a represalias? ¿Quién perderá más, Argentina o Brasil? Otro frente de conflictos en un bloque en el que tiene a Brasil en contra, y no a favor.

Este escenario genera persistentes dudas e incertidumbre sobre los futuros pasos del Gobierno. La política exterior tampoco contribuye ni a recuperar un mínimo de confianza y certidumbre económica e inclusive institucional. En buena medida la conflictividad en MERCOSUR esta asociada al rechazo de Uruguay y Brasil al alineamiento del gobierno argentino con los de Cuba, Venezuela y Nicaragua. Al cierre de este informe, el ministro de Economía brasileño Paulo Guedes sostuvo que, si por el fuera, reduciría unilateralmente el Arancel Externo Común, “con o sin los argentinos”, y fue más allá: “Me gustaría hacer eso en una semana y unilateralmente, si fuera el caso, pero **no podemos dejar que el Mercosur se transforme en un factor de atraso. La Argentina está yendo por un camino que no apreciamos, que es un camino ya siguió Venezuela y no lo queremos seguir**”.

En la elección del nuevo titular del banco CAF (ex Corporación Andina de Fomento) el candidato argentino, Christian Asinelli, perdió por 17 votos a 0 frente al nuevo titular, el colombiano Sergio Díaz-Granados. Los tres socios del

Mercosur votaron en contra del argentino y Venezuela (que cuenta con dos votos), se abstuvo. Si bien el candidato argentino queda con una vicepresidencia que podrá ejercer desde Buenos Aires, es otro traspie, en este caso en un organismo donde dos de los gobiernos votantes son los de Portugal y España. Ningún país, **ni siquiera Venezuela** votó a favor del candidato de Argentina.

ECONOMÍA Y ELECCIONES: LOS MERCADOS MIRAN AL DÓLAR

Héctor Rubini

Las restricciones a las actividades económicas y la proximidad de las elecciones tornan inevitable un sesgo hacia una política fiscal expansiva financiada con emisión de dinero. Los nuevos controles cambiarios han reavivado la expectativa de una futura devaluación del peso e impulsado la suba del dólar en varios segmentos del mercado de divisas.

El escenario macro puede complicarse. En el segundo trimestre se ha sostenido la actividad gracias a la reactivación de la industria manufacturera, la cosecha gruesa en la región pampeana y la construcción. Sin embargo, las restricciones al transporte público y a las actividades que impliquen concentración de personas sigue manteniendo al mínimo la actividad en varias ramas de servicios. Entre los más afectados, aun a pesar de ciertas aperturas mínimas, se encuentran el comercio, el turismo, servicios gastronómicos, hotelería, espectáculos y transporte de pasajeros.

Los reclamos de fondos para organizaciones sociales, reaperturas de paritarias salariales y el otorgamiento de un mínimo bono para jubilados (apenas \$5.000), son los primeros signos de evitar una agresiva puja político-distributiva que exacerbe el hastío por las restricciones impuestas para controlar la pandemia. También se prevé un aumento de cuotas de prepagas entre el 7% y el 9%, y el Ente Nacional de Comunicaciones (ENACOM), autorizó la semana pasada un aumento de 5% en las cuotas mensuales de telefonía móvil y fija, abonos de Internet y TV por cable.

El ajuste fiscal del primer semestre parece revertirse, y se percibe el inicio de un aumento significativo del gasto público corriente, más bien que de capital. La proximidad de las elecciones de medio término torna inevitable el otorgamiento de aumentos salariales de suma fija, transferencias a provincias y universidades nacionales, y el aumento en asignaciones y beneficios asistenciales. Ya desde esta semana está en vigencia el reconocimiento de años de aporte por número de hijos a mujeres que no han completado el mínimo de 30 años de aportes al sistema previsional. El impacto presupuestario no es significativo: beneficiaría (y no simultáneamente) a un máximo potencial de 155.000 aportantes en este año y a 30.000 el año próximo. Esto se suma a un bono de \$ 5.000 de única vez para el 83% de jubilados y pensionados y se espera otro de \$ 7.000 por única vez para beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo y la Asignación Universal por Embarazo. Si bien marcan un desvío de la disciplina fiscal del primer semestre, son paliativos insuficientes que apenas si calman la demanda de asistencia del Estado ante la destrucción de empresas y empleos desde el inicio de la pandemia, y la disconformidad general con la gestión del Gobierno.

Todo indica que en la campaña electoral se revertirá el ajuste fiscal del primer semestre del año recurriendo a estos instrumentos:

- a) Controles de precios de alimentos y restricciones a exportaciones (su éxito es hasta ahora inexistente)
- b) Congelamiento de tarifas públicas
- c) Control de cambios más rigurosos para “pisar” el tipo de cambio al menos hasta fin de año.
- d) Aumento del gasto público y de la emisión monetaria como fuente de financiamiento de última instancia.

La mecánica de financiamiento del fisco se mantendrá sin cambios, con renovaciones de los vencimientos de deuda interna, pago al FMI (probablemente no total) de los vencimientos de este año con los U\$S 4.400 M de DEGs a recibir el mes próximo, y recurrir a la emisión monetaria para sostener el aumento del gasto público que en general se espera para este semestre.

La dinámica tiene una contrapartida que suma riesgos inflacionarios para los próximos dos años, y en particular de una potencial devaluación de la moneda. Esto va a prevalecer en la formación de expectativas al menos hasta diciembre próximo, y va a exponer a la estrategia oficial a un escrutinio diario de todo tipo de señales, y en particular el avance (o no) hacia un acuerdo con el FMI.

El 25 de junio el organismo confirmó la emisión de U\$S 650.000 M en Derechos Especiales de Giro (DEG) a distribuir en agosto próximo. Argentina recibirá DEG por unos U\$S 4.400 M que le permitirán cancelar los vencimientos con el FMI. El engrosamiento transitorio de las reservas internacionales le permitiría cierto margen al BCRA para aumentar más la emisión monetaria, pero para evitar un desborde cambiario deberá forzar mayores controles cambiarios y restricciones a las importaciones. Esto no elimina per se la necesidad de un acuerdo con el FMI para distribuir (y eventualmente postergar) la concentración de vencimientos de capital e intereses a cancelar con el organismo: **U\$S 18.902 M el año próximo, U\$S 19.145 M en 2023 y U\$S 4.824 en 2024 (total: U\$S 42.871 M).**

Probablemente las autoridades intenten incluir a la Argentina en los futuros programas de “swap” de intercambio de alivios de deuda por ejecución de inversiones para la reconstrucción del medio ambiente (“green investments”) que desde abril vienen proponiendo el Banco Mundial y algunas ONG. Pero eso sólo no sería suficiente para resolver el problema de la reestructuración pendiente. Mientras tanto, frente a las demandas de asistencia de un Estado sin equilibrio fiscal, la emisión monetaria para financiar el Tesoro va a condicionar las expectativas y la futura estabilidad, o no, de los precios internos y del dólar.

Hasta el 13 de julio la emisión monetaria viene explicada fundamentalmente por la compra de divisas a los exportadores, y en segundo lugar por operaciones con el sector público. La absorción de base monetaria sigue realizándose a través de la colocación en el sistema bancario de letras y pases pasivos, aunque el pago de primas, intereses y remuneración de encajes tiene un efecto expansivo que supera al registrado en igual período de 2020.

CUADRO 2: FACTORES DE EXPLICACIÓN DE LA BASE MONETARIA (ENERO-JULIO DE 2020 Y DE 2021)

En millones de pesos

Fecha	Var. neta (acumulada) de la Base Monetaria	Compras(>0)/ventas (<0) netas de divisas al sector privado	Operaciones con el Sector Público	Operaciones con el Sector Financiero	Var. neta de base monetaria por pases pasivos netos	Var Base Mon por op. con Letras del BCRA		Redesc., intereses, remun. ctas. en BCRA y otros
						LELIQ	LEMEN y LEGAR	
	I + II + III	I	II	III (a + b + c + d)	a	b	c	d
01 ene a 14 jul 2020	443.571	-13.372	1.278.833	-821.890	-229.180	-920.956	0	328.246
01 ene a 14 jul 2021	509.848	671.541	159.645	-321.338	-466.890	-326.979	-9.764	482.295

Fuente: BCRA

Este factor expansivo se va a mantener, junto a la emisión para financiar al Tesoro cuya velocidad promedio diaria muestra una aceleración que se perfila como permanente, y no transitoria:

CUADRO 3: VARIACIONES MENSUALES Y PROMEDIO DIARIO DE LA BASE MONETARIA

En millones de pesos

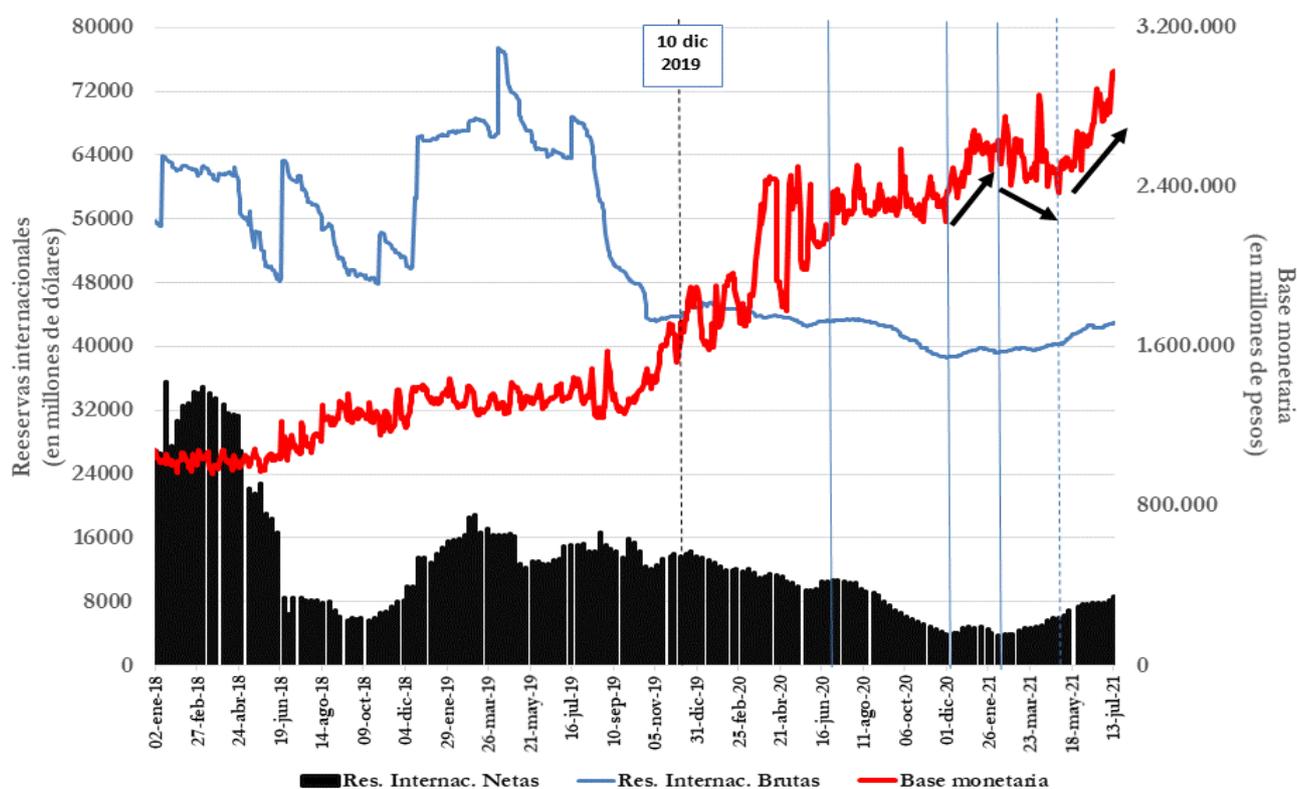
Fecha	Var total base monetaria	Prom. diario	Compra de divisas al sector privado	Prom. diario	Var base monetaria por operaciones con el Tesoro Nacional					Días hábiles	
					Compra de divisas	Adelantos Transitorios	Transferencia de Utilidades	Resto	Total		Prom. diario
Ene-21	11.050	553	12.975	649	0	0	0	-52.923	-52.923	-2.646	20
Feb-21	-72.424	-4.024	56.045	3.114	-40.000	0	0	23.442	-16.558	-920	18
Mar-21	23.409	1.064	133.954	6.089	-33.200	135.000	0	23.914	125.714	5.714	22
Abr-21	-62.181	-3.109	127.221	6.361	-14.000	55.000	0	-50.383	-9.383	-469	20
May-21	147.082	7.741	196.398	10.337	-46.500	0	50.000	-7.118	-3.618	-190	19
Jun-21	218.360	10.398	69.258	3.298	-20.000	0	90.000	-21.339	48.661	2.317	21
Jul-21 (al día 14)	244.551	11.645	75.689	3.604	-19.000	0	80.000	6.754	67.754	3.226	9
Total acumulado	509.848	4.046	671.541	5.330	-172.700	190.000	220.000	-77.655	159.645	1.267	129
Var% respecto fin de 2020	20,6%										

Fuente: BCRA

El siguiente gráfico muestra la tendencia inequívocamente ascendente de la base monetaria, mientras el stock de reservas netas del BCRA sufrió una caída permanente desde diciembre de 2019 hasta febrero de este año y una leve recuperación de la mano del ingreso estacional de divisas de agroexportaciones. Debajo del gráfico se presentan los niveles

de pasivos monetarios y no monetarios (remunerados) del BCRA y de las reservas internacionales brutas y netas. Al 14 de julio las relaciones de conversión entre la suma de pasivos en pesos (monetarios y no monetarios) del BCRA respecto de las reservas brutas da un tipo de cambio implícito de \$154,3 por dólar, mientras que la relación entre dichos pasivos y las reservas netas del BCRA implica un tipo de cambio “de libre convertibilidad” de \$760,4, bien lejos de la cotización oficial mayorista a esa fecha de \$ 96,2 por dólar. Un nivel **insostenible si se abandonan los controles cambiarios vigentes**⁴.

GRÁFICO 2: PASIVOS MONETARIOS Y RESERVAS INTERNACIONALES (BRUTAS Y NETAS) DEL BCRA



Fuente: BCRA

CUADRO 4: PASIVOS MONETARIOS Y RESERVAS INTERNACIONALES (BRUTAS Y NETAS) DEL BCRA

	10-dic-19	30-jun-20	30-nov-20	17-feb-21	30-abr-21	14-jul-21
Base Monetaria (\$ M) (a)	1.722.505	2.164.501	2.227.275	2.754.618	2.370.115	2.980.108
Pasivos Rem BCRA (\$M) (b)	1.092.660	2.421.091	2.611.462	2.595.175	3.611.693	3.650.676
Total Pasivos BCRA (a) + (b)	2.815.165	4.585.592	4.838.737	5.349.793	5.981.808	6.630.784
Reservas Internac. (US\$ M)						
Brutas (c)	43.785	43.242	38.652	39.399	40.263	42.964
Netas (d)	13.677	10.679	4.007	3.998	5.944	8.720
Tipos de cambio implícitos (\$/US\$):						
(a)/(c)	39,3	50,1	57,6	69,9	58,9	69,4
(a) / (d)	125,9	202,7	555,8	689,0	398,7	341,8
(a+b)/(c)	64,3	106,0	125,2	135,8	148,6	154,3
(a+b)/(d)	205,8	429,4	1.207,6	1.338,2	1.006,3	760,4
Tipo de cambio may. (BCRA)	59,9	70,5	81,3	88,9	93,6	96,2

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Con información parcial del trimestre pasado, puede estimarse que el PBI trimestral se encontraba todavía un 7%-9% por debajo del registrado en el último trimestre de 2019. Pero, respecto de la fecha de cambio de gobierno de entonces,

⁴ Para el período 2018-2021 las reservas internacionales netas se calcularon sustrayendo al stock bruto de reservas (en las fechas en que correspondía) el swap con banco central de China, swaps con bancos privados del exterior, los tramos del préstamo del FMI de 2018-19 neto de operaciones con el sector público en dólares, un depósito transitorio del FMI para fortalecer las reservas, un préstamo del Bank for International Settlements y los encajes en dólares del sistema financiero.

la base monetaria creció nada menos que un 73% y los pasivos remunerados (letras y pases pasivos netos) del BCRA un 234,1%. Las reservas internacionales netas, en cambio cayeron un 36,2%. Es una dinámica claramente insostenible, e incoherente con una tasa de variación del dólar oficial declinante desde enero de este año, con una inflación que no cede. Sin embargo, nada hace suponer que esto cambiará en la campaña electoral. Lo esperable se resume en lo siguiente:

- a) Aumento de gasto público financiado con emisión monetaria.
- b) Absorción parcial con Letras a suscribir voluntariamente para trading o constituir encajes. Por el impuesto del gobierno de la ciudad a las tenencias de Letras del BCRA, continuará invariable el incentivo de los bancos a preferir operar con pases pasivos, más bien que a renovar LELIQ
- c. Cierta desaceleración en julio y agosto de la actividad económica, con rebote positivo probable en los últimos cuatro meses del año. Sin embargo, por a) y b), y subas de precios regulados, es altamente improbable que la inflación promedio mensual igual o menor a 3%⁵.
- d) Por a), b) y c), sin algún cambio sorpresivo de reglas de juego las expectativas de inflación y las tasas de interés se mantendrían en los niveles actuales, de modo que podrá crecer la demanda nominal de pesos en línea con la inflación, pero difícilmente aumente la demanda de saldos reales o se desdolaricen ahorros de familias o empresas.

Sin financiamiento externo, ni retorno a un ambiente amigable para la inversión y las actividades privadas, no hay perspectivas de crecimiento económico. Esto pone un límite para que la recaudación aumente a la par del gasto público. Una forma de sortearlo es a través de la inflación que permite sostener los ingresos fiscales sobre actividades internas, y reducir además (“licuar”) el valor real de la deuda del Tesoro y de las Letras del BCRA no ajustadas por inflación. En consecuencia, tanto por la coyuntura política como por el impacto de la suba de precios sobre la base imponible nominal de la mayoría de los impuestos, **el gobierno no tiene incentivos para combatir la inflación**. Todo esto es conocido en el mercado cambiario local donde **se viene observando desde hace varias semanas un aumento de compras preventivas de dólares en el segmento “Contado con Liquidación” (“CCL”)**.

El BCRA pasó a utilizar parte de las reservas compradas a los exportadores a tipo de cambio oficial, para vender en el segmento “CCL”, donde se observó un aumento significativo de operaciones con el bono AL30. El “dólar CCL” implícito en las compras y ventas de AL30 estuvo sujeto a esas intervenciones (de ahí que se lo pasó a llamar “CCL oficial”), y se mantuvo estable en torno de \$ 167. Pero también creció la operatoria con el bono con el bono GD30, bajo legislación extranjera, sin participación del Gobierno, y su tipo de cambio implícito llegó a superar los \$170. Desde principio de julio las autoridades pidieron a los operadores cambiarios que reduzcan la operatoria diaria con AL30, **cuyo volumen ya superaba entre 5 y 7 veces a la registrada a principios de junio**. Las advertencias no dieron resultado y las autoridades emitieron restricciones para la operatoria con títulos para hacerse de dólares.

Casi sobre el feriado del 9 de julio se conoció la **Resolución N° 895 de la CNV** para reducir el plazo para mantener títulos en cartera inmovilizados de 3 a 2 días (el llamado “*parking*”) para la compra de dólar CCL con bonos en pesos (caso del AL30), y aplicar un “*parking*” -hasta entonces inexistente- de 2 días desde la compra de bonos en dólares (como el GD30). La norma redujo de 100.000 a 50.000 valores nominales de bonos el monto semanal para operar en dólar cable con deuda bajo legislación local y extranjera (en el caso del AL30 es equivalente a unos U\$S 18.000 semanales).

A su vez, el sábado 10 de julio, a minutos del inicio de la final de la Copa América entre Argentina y Brasil, el BCRA publicó la Com. “A” 7.32 que impide a las empresas operar en los segmentos CCL y Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) con CUIT propio y el de una firma controlante. La medida trata de desalentar la demanda de dólares a tipo de cambio oficial en el MULC y a bloquear operaciones de CCL con bonos bajo legislación local y extranjera, vía ventas de títulos a cambio de dólares vía cable. Esta nueva norma exige una declaración jurada a ser requerida por bancos u otros intermediarios por las cuales los participantes deben informar que no concertaron canjes de títulos por otros activos externos o su transferencia a entidades del exterior en los 90 días previos a cada transacción, y que tampoco concertarán en los 90 días posteriores ninguna venta en el país de títulos con liquidación en moneda extranjera.

Esta medida, complementada con la de la CNV, apunta a evitar “filtraciones” de dólares vía arbitrajes entre el MULC y la operatoria con CCL. **Pero su anuncio un día sábado y en vísperas del clásico del fútbol sudamericano, la medida fue pésimamente recibida y generó nerviosismo ya que modificó el parking para operadores con**

⁵ Una hipótesis complaciente extrema podría ser una suba mensual del IPC de 3% todos los meses hasta fin de año. En ese caso, con las subas acumuladas hasta junio, **para este año la inflación “piso” (en un escenario extremadamente optimista) sería de 48,3%**.

transacciones no concluidas. El resultado: más demanda y volatilidad del dólar paralelo que llegó a superar los \$180, y puede complicar la efectividad de los controles de cambios vigentes

La maraña de los tipos de cambio en Argentina

Dólar oficial mayorista: es el tipo de cambio que publica el BCRA como promedio de cotizaciones solicitado a algunas entidades financieras en el mercado mayorista de cambios. Es el de referencia para el comercio exterior y pago de deudas a acreedores externos.

Dólar “libre” o “blue”: es el tipo de cambio del mercado paralelo, eludiendo/evadiendo los controles del gobierno. El volumen negociado es bajo, pero su cotización y brecha respecto del oficial es considerado un “termómetro” de la desconfianza de los inversores y del exceso de demanda de divisas en otros segmentos.

Dólar minorista (“dólar ahorro/tarjeta” y “dólar turista/solidario”): es el tipo de cambio minorista que se paga en casas de cambio y bancos. Rige una prohibición de no comprar más de U\$S 200 en un mes. No pueden participar quienes perciben beneficios, asignaciones ni préstamos subsidiados por el Estado, quienes hayan realizado compraventas de divisa o títulos valores en los 90 días corridos anteriores, ni quienes hayan refinanciado deudas por tarjeta de crédito. Tampoco si un cotitular de una cuenta bancaria compró divisas con esa cuenta en los 30 días anteriores. Para comprar divisas se paga la cotización oficial más un impuesto específico (“Impuesto País”) de 30% y un a “percepción” (una retención) de 35% a cuenta del Impuesto a las Ganancias.

Dólar Contado con Liquidación (“contado con liqui” o “CCL” o “dólar cable”): en inglés se llama “blue chip swap”. Es el tipo de cambio implícito de la compra en Argentina con pesos de bonos o acciones que cotizan en Argentina y en el exterior, y luego se venden esos títulos fuera del país contra dólares que se depositan en una cuenta del operador en el exterior. La relación entre el precio en dólares y en pesos del mismo título es ese tipo de cambio implícito. También se obtiene con el “CCL inverso” es la operatoria inversa para traer dólares al país. El operador compra un título en el exterior con dólares, luego lo transfiere a su cuenta en Argentina y aquí lo vende por pesos. El tipo de cambio CCL surge de la relación entre ambos precios (en dólares y en pesos) del mismo activo. Los más utilizados son el Bonar 2030 (AL30, ley Argentina) para comprar dólares y sacarlos del país, y el AL30D (ley EE.UU.) para ingresar dólares. Cuando aumenta la demanda de AL30 para comprar dólares, el BCRA interviene vendiendo AL30 contra pesos, o comprando AL30 contra dólares. También se utilizan ADRs de empresas argentinas que cotizan en EE.UU.

Dólar MEP (Mercado Electrónico de Pagos) o “bolsa”: resulta de la misma operatoria, pero totalmente en la plaza local. Se compra un bono con pesos, para luego vender su equivalente en dólares, después del período de “parking” obligatorio. Es la operatoria más común vía homebanking: comprar AL30 con pesos, y luego del “parking” el banco intermediario adquiere el AL30 entregando AL30D que el cliente luego vende contra dólares (en cada operación la comisión habitual es entre 0,5% y 0,6%). Para el inversor minorista el atractivo es que en este segmento la compraventa de dólares está exenta del adelanto de impuesto a las Ganancias (35%) y del llamado “impuesto País” (30%), y no hay monto mínimo para participar.

Dólar SENEBI (Segmento de Negociación Bilateral) o “Contado con Liqui Libre o Blue” o “Contado con Liqui Plus”: es el de operaciones CCL, sin precios de referencia en pantalla de subastas de títulos. Es una cotización implícita en una rueda paralela, en la que los precios se acuerdan entre comprador y vendedor de cada transacción específica y suelen ser más altos que los de las subastas que en el mercado ven en sus pantallas. sin los topes de la nueva norma de la CNV. De facto, el monto mínimo para operar es de \$ 1 millón (alrededor de U\$S 6.000) sin límite superior.

Dólares sectoriales: son otros tipos de cambio diferentes según el sector o producto. Algunas resultan de ajustes por el pago de aranceles o tasa de estadística a las importaciones, retenciones a las exportaciones, u otros tributos.

De ahí que en los mercados financieros y en los medios de prensa se haga referencia a varios tipos de cambio: el dólar Bitcoin o “Crypto”, el dólar CEDEAR, el dólar importaciones, el dólar soja, el dólar aceite/harina de soja, dólar carne, dólar algodón, dólar trigo, dólar maíz, dólar leche, dólar arroz, dólar petróleo o “Vaca Muerta”, dólar vino, dólar lana, dólar maní, dólar Netflix (o Spotify, Tinder) y probablemente varios más.

PANORAMA INTERNACIONAL

PERSPECTIVAS GLOBALES FAVORABLES PARA EL SEGUNDO SEMESTRE, CON ALGUNAS AMENAZAS

Jorge Viñas

La economía global ingresa al segundo semestre de 2021 con perspectivas favorables, aunque bajo la amenaza de nuevas cepas del coronavirus y de presiones inflacionarias. Por ahora, la Fed y el BCE mantienen los estímulos monetarios. China, a su vez, redujo los encajes bancarios ante las señales de desaceleración del crecimiento económico.

1. *Avanza la recuperación global, entre vacunas, nuevas cepas y presiones inflacionarias*

La economía global ingresa al segundo semestre de 2021 con perspectivas favorables de continuar y ampliar la recuperación iniciada a mediados de 2020 y que cobró intensidad en el primer semestre de 2021 con el avance de los planes de vacunación.

El levantamiento de las restricciones en los países que ya han alcanzado una elevada proporción de la población inmunizada, favorece la reactivación plena de los sectores más castigados por las medidas restrictivas, como transporte, turismo, esparcimiento y comercio minorista, que se convertirán en el motor de crecimiento en el segundo semestre. Además, una aceleración en el ritmo de vacunación en los países rezagados de la primera parte del año, facilitará una reapertura de sus economías, permitiendo que la recuperación cobre fuerza en dichos países. Sin embargo, el camino de la recuperación enfrenta amenazas de al menos dos frentes. Por un lado, las presiones inflacionarias y los cuellos de botella en muchos sectores productivos amagan con poner un límite a la expansión de la demanda agregada impulsada por las políticas de estímulo aplicadas por los gobiernos y por el elevado nivel de demanda reprimida que los consumidores acumularon durante la pandemia. Por otro, las nuevas cepas del coronavirus preanuncian brotes adicionales de contagios, que podrían imponer nuevas restricciones para evitar desbordes sanitarios, especialmente en los países que no han alcanzado niveles de vacunación suficientemente protectivos.

Las principales economías del mundo, EE.UU., la Eurozona y China, se ubican en estadios diferentes de recuperación. China fue el primero en salir de la recesión pandémica en el segundo trimestre de 2020 y sus autoridades comenzaron a reducir los estímulos en el primer semestre de 2021, lo que está desacelerando su crecimiento. Para evitar un freno excesivo, el Banco Popular de China (BPCH) anunció una rebaja de encajes bancarios.

En EE.UU., la exitosa campaña de vacunación promovió, junto a los estímulos fiscales y monetarios, una fuerte recuperación en el primer semestre de 2021. Sin embargo, saltó la inflación y afloraron restricciones de oferta que generan incertidumbre. La Fed se muestra cautelosa y mantiene los estímulos monetarios, pero ha comenzado a discutir ajustes a futuro. En la Eurozona, el impacto de la segunda ola del Covid a fines de 2020 y principios de 2021 retrasó la recuperación, pero con los avances de la vacunación está en buena posición para una aceleración del crecimiento en el segundo semestre. El BCE ha realizado una revisión estratégica de su esquema de política monetaria, pero sin cambios efectivos en la postura expansiva actual.

La mayoría de los países emergentes cuenta con menor margen de maniobra en su política económica, y muchos bancos centrales se han visto obligados a empezar a retirar los estímulos monetarios para evitar que el aumento de la inflación y la depreciación de sus monedas sean desestabilizantes. La distribución de DEG por U\$S 650.000 aprobada por el FMI se concretaría a fines de agosto. Para varios países es un paliativo importante, pero difícilmente alcance para evitar recortes en los abultados déficits fiscales por la pandemia en los países más endeudados. De todos modos, el efecto positivo de la reapertura sería suficiente para contrarrestar el efecto contractivo de políticas más restrictivas.

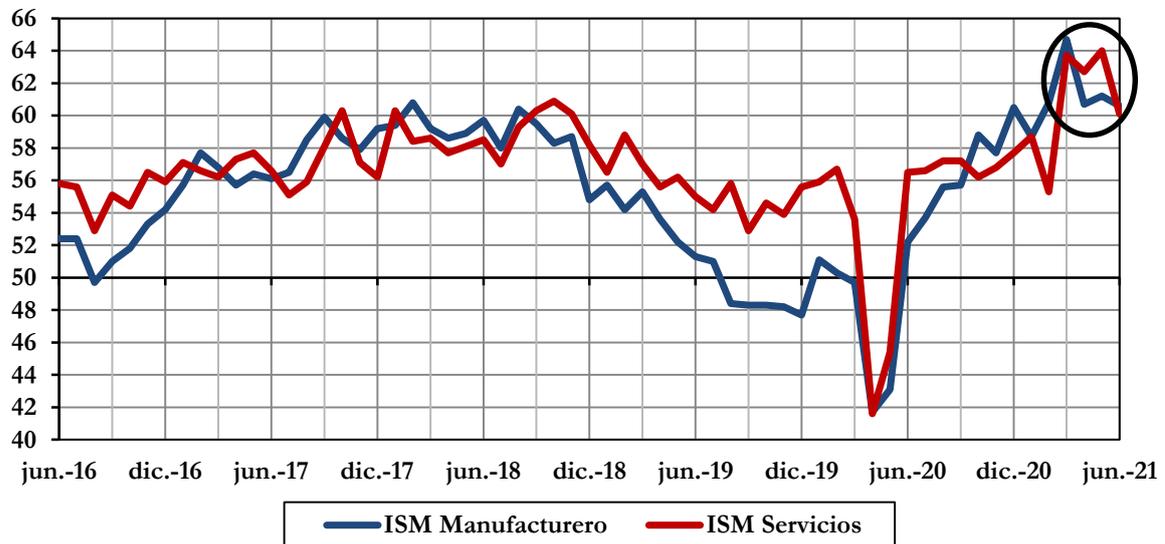
2. *EE.UU.: La Fed mantiene los estímulos monetarios, aunque empieza a anticipar cambios a futuro.*

En EE.UU., el progreso en el control del COVID-19 sigue propiciando la normalización de la economía estadounidense, lo que le permitió retornar al nivel de actividad previo a la pandemia durante el primer semestre de 2021⁶.

⁶ El promedio diario de nuevos casos de Covid en los últimos siete días se ha reducido a menos de 20.000, respecto a un pico de 260.000 a principios de enero. En ese lapso, las muertes diarias se redujeron 3.350 a 225. Mientras tanto, la población vacunada con al menos una dosis ya supera el 55,8% (48,5% con dos dosis).

Dentro de este panorama favorable, los cuellos de botella y las restricciones de oferta surgen como una preocupación de cara al segundo semestre. Los resultados de las encuestas nacionales ISM de actividad de manufacturera y de servicios del mes de junio, que reflejan una incipiente desaceleración, aunque se mantienen en niveles muy elevados, contribuyen a alimentar dicha preocupación (véase el gráfico 3).

GRÁFICO 3. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LAS ENCUESTAS ISM MANUFACTURERO Y DE SERVICIOS



Fuente: Bloomberg

Los datos de empleo de junio no arrojaron un resultado concluyente respecto a las limitaciones que la oferta laboral estaría imponiendo para que el nivel de empleo retorne a los niveles previos al inicio de la pandemia. La creación mensual de empleo repuntó respecto a los meses previos, alcanzando en junio 850.000 nuevos puestos, frente a 583.000 de mayo y 269.000 de abril, aunque todavía restan 6,7 M de empleos para retornar al nivel pre-pandemia. La tasa de desempleo aumentó de 5,8% a 5,9%, pero dicho aumento no obedeció a un aumento en la tasa de participación laboral, que se mantuvo estable en el 61,6%, todavía lejos del nivel de 63,4% que registró a principios de 2020. Esto ocurre a pesar de que durante el mes de junio expiraron los subsidios extraordinarios por desempleo en casi todos los estados que habían anunciado su discontinuación. En este contexto, los ingresos salariales promedio por hora mantienen un sesgo alcista, registrando una variación del 3,6% interanual en junio frente al 1,9% de mayo.

Tras la aceleración experimentada en abril y mayo, la inflación minorista volvió a sorprender al alza en junio. Tanto el índice de inflación general como el subyacente (que excluye los precios de la energía y de los alimentos de la medición) registraron una variación mensual del 0,9%, lo que representó un salto adicional respecto a mayo, cuando habían registrado 0,6% y 0,7%, respectivamente. El consenso que compila Bloomberg estimaba una desaceleración en ambas mediciones, a 0,5% para la inflación general y a 0,4% para la inflación subyacente. En términos interanuales, el índice de inflación general subió al 5,4%, mientras que la inflación subyacente saltó a 4,5%, algo que no ocurría desde el año 1991. Se ha hablado mucho de la incidencia del alza desmesurada de los precios de los autos usados, ante la escasez de autos nuevos, en los elevados índices de inflación de los últimos tres meses. En junio dieron otro salto de 10,4% mensual. Pero esto no debe ocultar el hecho de que los aumentos de precios se están dando en amplios segmentos de la economía estadounidense.

Las presiones de costos no contribuyen a una pronta desaceleración de la inflación. Las mismas no se restringen a los aumentos salariales mencionados anteriormente. El componente de precios pagados en la industria de la encuesta ISM Manufacturero, trepó de 88 en mayo a 92,1 en junio, nivel que no se veía desde la década del '70. El comportamiento reciente de los precios del petróleo apunta en la misma dirección. Los recortes de producción por la pandemia llevaron al precio del crudo (WTI) llegó a cotizar a U\$S 77 por barril, el valor más alto desde 2014. Esto llevó a la OPEP a anunciar el aumento de la producción hasta eliminar los recortes vigentes en septiembre de 2022, lo que inicialmente permitió hacer retroceder el precio del barril a poco menos de U\$S 70.

La realidad marca que la inflación está alcanzando niveles muy superiores y se está extendiendo por más tiempo de lo previsto por quienes le restaban importancia por considerarlo un fenómeno transitorio. Si bien sigue prevaleciendo

la postura de que se trata de un proceso de carácter transitorio que terminará cediendo, las estimaciones de su duración se fueron extendiendo, aumentando el riesgo de contaminación de las expectativas inflacionarias. La secretaria del Tesoro, Janet Yellen, advirtió que los registros de inflación elevados continuarán por varios meses más antes de retornar a niveles más normales. El Presidente de la Fed, J. Powell, insistió en el Congreso que la inflación es transitoria y que no corresponde tomar medidas, pero reconoció que en caso de que las expectativas inflacionarias empiecen a subir, deberán actuar decididamente para frenarlas. Por el momento, no hay razones para alarmarse. Las expectativas inflacionarias de largo plazo implícitas en la valuación de los bonos del Tesoro, medidas por el spread entre la tasa nominal y la tasa real de los bonos a 10 años, tocaron un pico de 2,55% a mediados de mayo, pero desde entonces se moderaron hasta el 2,33% al cierre del 16 de julio, a pesar de que la inflación siguió recalentándose (ver el gráfico 4).

GRÁFICO 4. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN IMPLÍCITA EN LOS BONOS DEL TESORO A 10 AÑOS



La Fed, luego de haber introducido por primera vez en la reunión de abril la discusión sobre los plazos para comenzar el “*tapering*”⁷, en la reunión de junio presentó cambios en las proyecciones de tasas de interés que efectúan sus miembros trimestralmente. Hasta marzo, la mayoría de los miembros proyectaba que la primera suba de tasas se diera después de 2023, mientras que en las proyecciones de junio una mayoría espera que la primera suba se concrete antes de fines de 2023. Adicionalmente, 7 de los 16 miembros que emiten proyecciones ubican la primera suba de tasas en 2022, cuando en marzo eran sólo 4. De todos modos, el consenso en el seno del organismo sigue siendo que el salto inflacionario es transitorio: revisaron al alza en forma significativa sus proyecciones de inflación para 2021, de 2,4% a 3,4%, pero solo en 0,1 puntos porcentuales para 2022 (de 2,0% a 2,1%) y 2023 (de 2,1% a 2,2%), manteniendo intacta la proyección de largo plazo en el 2%. En base a este pronóstico, y siguiendo el nuevo esquema de “meta de inflación promedio”, decidieron mantener la tasa de Fondos Federales en el rango de 0-0,25% y postergar para más adelante en el año la fijación de un cronograma para el “*tapering*”, que probablemente no comience formalmente hasta el año próximo.

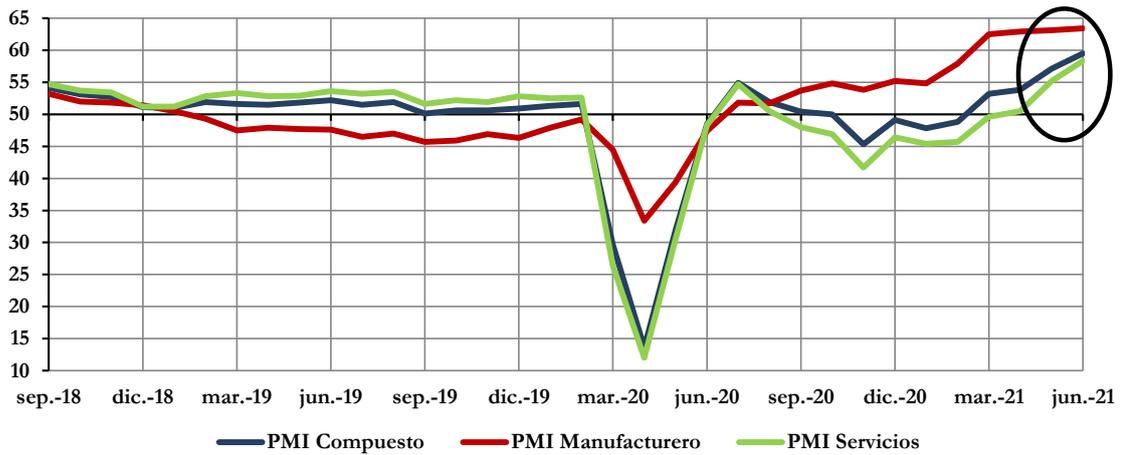
La reacción de las tasas de interés de mercado, especialmente la baja del rendimiento del bono del Tesoro a 10 años que pasó de un pico de 1,75% a fines de marzo a 1,30 al cierre del 16 de julio, resultó contraintuitiva para muchos analistas e inversores. Según la lógica convencional, el salto inflacionario, las presiones de costos, las discusiones de la Fed sobre el *tapering* y las nuevas proyecciones de tasas de interés de sus miembros, debían conducir a un nivel de tasas de mercado más elevadas, pero ocurrió exactamente lo contrario. Una de las causas para dicho comportamiento se expuso anteriormente, el hecho de que las expectativas inflacionarias de largo plazo se moderaron en lugar de seguir acompañando la suba de la inflación realizada. La otra causa es el nuevo descenso de las tasas reales a niveles más negativos: la tasa real a 10 años pasó de -0,58% en marzo (el máximo en lo que va del año) a -1,03% al cierre del 16 de julio. Este nivel de tasas negativas, cuando la economía está en franca recuperación, el déficit fiscal alcanzó el 15% del PIB, el gobierno impulsa planes ambiciosos de inversión pública y la Fed empieza a manejar la posibilidad de reducir la compra de títulos, luce más difícil de explicar. Aunque quizás esté expresando las dudas respecto a la capacidad de la economía de sostener tasas de crecimiento positivas una vez que se complete la recuperación de un evento negativo extraordinario como ha sido la pandemia del coronavirus.

⁷ Término utilizado para describir el proceso de reducción gradual de las compras de títulos por parte de la Fed realizadas bajo la política de QE vigente desde principios de la pandemia, que involucra la compra de U\$S 120.000 M mensuales, la mitad en títulos públicos, la otra mitad en títulos hipotecarios.

3. Eurozona: revisión estratégica del ECB sin impacto en la postura actual de la política monetaria.

Para la Eurozona, el segundo semestre de 2021 se presenta como el del despegue, tras un comienzo de año complicado por la segunda ola del coronavirus, aunque su impacto económico resultó menos negativo a lo que se temía a fines de 2020. Las perspectivas positivas se ven reflejadas en la encuesta de actividad económica PMI Compuesto, que alcanzó un nuevo máximo de 59,5 en junio (véase el gráfico 5). La mejora de 2,4 puntos en junio se explica principalmente por el impulso de los sectores de servicios, evidenciada en la mejora de 3,1 puntos en el PMI Servicios, frente a sólo 0,3 puntos del PMI Manufacturero, que hasta el mes anterior había liderado la recuperación. Esto es consistente con el hecho de que los servicios han sido los más castigados por las medidas restrictivas y los que más tienen para ganar con la reapertura, convirtiéndose en el nuevo motor de la recuperación.

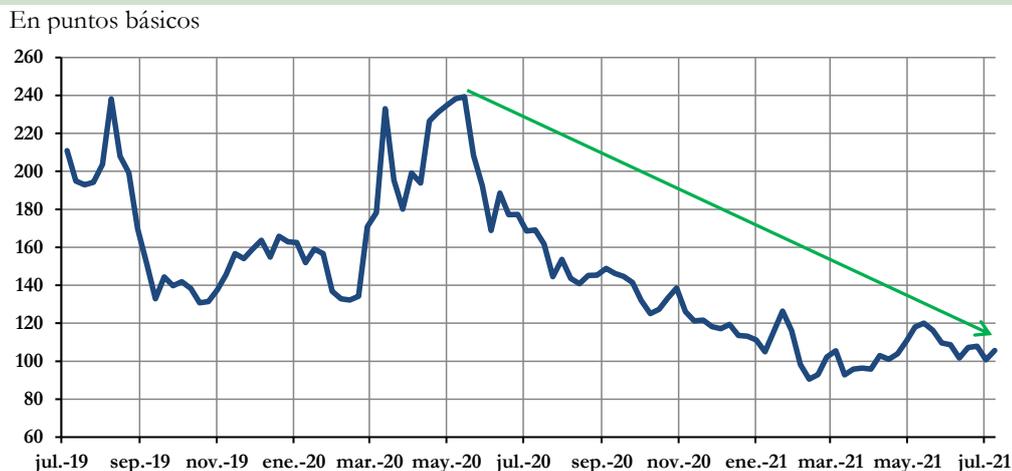
GRÁFICO 5. EUROZONA: EVOLUCIÓN DE LAS ENCUESTAS PMI MANUFACTURERO Y DE SERVICIOS



Fuente: Bloomberg

Un factor importante que ha sostenido a la economía de la Eurozona durante las sucesivas olas de la pandemia, evitando una caída más abrupta y brindando las condiciones favorables para el repunte, ha sido la postura francamente expansiva no solo de la política monetaria sino también de la política fiscal. El BCE, a través de los diversos canales diseñados para inyectar liquidez, que se pueden agrupar en compras mensuales de activos y subastas periódicas de préstamos de mediano plazo a tasas preferenciales, incrementó el total del activo de su balance en 3,2 billones de euros entre febrero de 2020 y principios de julio de 2021, lo que representa una expansión del 69%. Además del fuerte estímulo monetario para la región en general, hay que agregar el aporte a la estabilidad financiera de los países relativamente más débiles financieramente. Dicho efecto se aprecia en la evolución del diferencial de tasas de los bonos del tesoro de Italia y Alemania, que actualmente se ubica en 105 puntos básicos (p.b.), menos de la mitad del pico de 233 p.b. registrado en marzo de 2020 (véase el gráfico 6).

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL SPREAD DE TASAS A 10 AÑOS ENTRE ITALIA Y ALEMANIA



Fuente: Bloomberg

Tanto o más destacable es el acuerdo institucional que permitió armar un fondo fiscal de recuperación por € 750.000 M financiado con deuda emitida en forma conjunta por todos los países miembros de la Eurozona, algo absolutamente revolucionario hasta entonces. Todavía más sorprendente resulta la velocidad de implementación, que permitió inyectar alrededor de 3,5 puntos del PIB en la economía de la región hasta el momento, que se suman a los planes de asistencia que cada país miembro aplicó con cargo a su propio presupuesto. El punto crucial es que las condiciones para el consenso en temas que hasta entonces habían provocado diferencias insalvables en el seno de la Eurozona, resultaron de un evento extraordinario como la pandemia del coronavirus.

Una vez superada la emergencia, la normalización económica traerá al centro de la escena el debate sobre si corresponde retrotraer todo al acuerdo original que imponía límites estrictos en materia de déficit fiscal y de endeudamiento, sin ninguna posibilidad de emitir deuda conjunta, o aprovechar la flexibilización propiciada por la pandemia para diseñar un nuevo acuerdo superador y más realista.

Nuevamente se empiezan a perfilar los mismos bandos de la discusión original. Pero se han producido cambios políticos que podrían alterar la relación de fuerzas en la mesa de negociación. **En Alemania, el retiro de Merkel en menos de tres meses⁸ torna probable que su partido deba recurrir a una coalición con los “verdes” para formar gobierno, lo que podría llevar una postura menos extrema, además del hecho de que Alemania ya no contará con la figura europea de mayor peso político a nivel regional y mundial de las últimas dos décadas.** Del otro lado, el nuevo primer ministro italiano, Mario Draghi, es una figura de alto prestigio que ha abrazado la causa de tornar permanente la integración fiscal, y está atrayendo a Francia hacia su campo.

En el seno del BCE también se advierte la tensión entre los que quieren recuperar una postura monetaria mucho más conservadora ante la primera señal de normalización económica, y los que insisten en la necesidad de mantener los estímulos mientras la inflación no converja a la meta oficial del 2% anual. Aquí es donde también entra el debate sobre el carácter transitorio de la inflación este año, ya que la Eurozona también evidencia una aceleración importante: tras alcanzar 2% en mayo, la estimación oficial preliminar de junio se ubica en el 1,9% interanual. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre en EE.UU. donde el salto inflacionario también se refleja a nivel subyacente, en el caso de la Eurozona, la inflación subyacente se mantiene en 0,9% interanual, muy lejos de la meta del 2%, e incluso por debajo del nivel prevaleciente antes de la pandemia.

Por estos motivos, había una fuerte expectativa en torno a los resultados de la revisión estratégica del esquema de política monetaria que llevó a cabo el staff del BCE. Pero finalmente la revisión, que se hizo pública el 8 de julio, no generó ningún impacto significativo. La principal novedad, pero que ya se anticipaba, fue la modificación de la meta de inflación **de “cercana pero inferior al 2%” a sólo 2%.** Pero la modificación no llegó a replicar el nuevo enfoque de la Fed de una meta de 2% en promedio, como se encargaron de aclarar expresamente los miembros del BCE, aun cuando para asegurar el cumplimiento de la meta de 2% a lo largo del tiempo, pueda requerirse aceptar una inflación superior al 2% por períodos transitorios. La modificación de la meta no vino acompañada por ningún cambio ni discusión adicional respecto a las herramientas y mecanismos con que cuenta el BCE para asegurar su cumplimiento.

De esta forma, la atención se trasladó a la reunión mensual de política monetaria, respecto a la posibilidad de mantener el ritmo acelerado de compras mensuales de títulos de los primeros meses del año, o si las mejores perspectivas de recuperación podían impulsar una reducción. Si bien no existe un pleno consenso en el comité, la decisión fue mantener el elevado nivel de compras mensuales de títulos, con el objetivo de contener la suba de tasas de mercado que se había evidenciado en las semanas previas a la reunión celebrada el 10 de junio. La tasa del bono del tesoro alemán a 10 años había aumentado de -0,60% a principios de 2021 a -0,25% en ese momento (al 9 de julio se ubica en -0,30%). Por ahora prevalece la postura de mantener los estímulos monetarios a pleno, pero en el BCE el equilibrio siempre es inestable.

4. *China: el Banco Popular de China baja encajes para apuntalar el crecimiento.*

El PIB del segundo trimestre registró una expansión del 7,9% interanual, levemente por debajo de la estimación del 8% según el consenso de Bloomberg. En términos secuenciales, la evolución del PIB muestra un dinamismo mucho menor, del 5,3% anualizado respecto al primer trimestre, que a su vez había mostrado un comportamiento similar respecto al último trimestre de 2020. Esta desaceleración se explica por la reducción de estímulos fiscales y crediticios que el gobierno

⁸ Las elecciones generales para el Parlamento, de las que surgirá su sucesor, se celebrarán el próximo 26 de septiembre.

chino llevó a cabo a lo largo del primer semestre del año, buscando evitar un recalentamiento de la economía y, principalmente, que un excesivo endeudamiento estimulado por condiciones crediticias muy laxas provoque episodios de inestabilidad financiera y macroeconómica en el futuro. Se esperaba que en tanto y en cuanto las medidas prudenciales surtieran el efecto deseado, en el transcurso del segundo semestre podría verificarse algún relajamiento buscando evitar un freno excesivo en la economía. Sin embargo, el BPCCH sorprendió anunciando ya en los primeros días de julio una reducción de encajes bancarios para todos los segmentos del mercado de 0,50%, que en el caso de los bancos grandes implica una baja del 12,5% al 12% de los depósitos (véase el gráfico 7). Se estima que la medida liberará alrededor de 1 billón de yuanes, el equivalente a U\$S 154.000 M de liquidez bancaria.

GRÁFICO 7. CHINA: EVOLUCIÓN DEL ENCAJE OBLIGATORIO PARA BANCOS GRANDES



Esto despertó especulaciones respecto a la motivación que llevó al BPCCH a apurar una medida de relajamiento monetario, planteando los más alarmistas la posibilidad de que se trate de una reacción de las autoridades ante un excesivo enfriamiento de la economía. Si ese fuera el caso, tendría importantes implicancias para la economía mundial, dada la importancia de China en la demanda global de muchos commodities e insumos industriales.

Además, esta medida sería solo el inicio de un relajamiento mucho más amplio de la política económica tendiente a reactivar el crecimiento. Sin embargo, parece un planteo exagerado, dado que ni las estadísticas monetarias y crediticias mensuales, ni los indicadores mensuales de producción y de demanda, muestran una evolución compatible con un freno abrupto de la actividad. Incluso, tanto el dato de crédito agregado en la economía, que suele tener fuerte incidencia sobre la evolución de la actividad económica, como la producción industrial y las ventas minoristas, mostraron una evolución mejor a lo esperado en junio. Por ello, parece más probable que la baja de encajes se haya tratado de un movimiento preventivo, buscando hacer “*fine-tuning*” para evitar una contracción excesiva de la liquidez a medida que expiran los créditos extraordinarios otorgados en 2020, más que el inicio de un relajamiento general de la política económica.

BRASIL, ENTRE EL COVID Y VARIOS RIESGOS EL RIESGO POLÍTICO

Leandro Marcarian

El PBI de Brasil creció más de lo esperado en el primer trimestre de 2021. Sin embargo, la recuperación enfrenta tres tipos de riesgos: a) económicos, por la fragilidad de una recuperación impulsada por el gasto público, b) sanitarios, por la continuación de la pandemia, y c) políticos, con Lula al tope de las encuestas de opinión.

1. Los riesgos económicos a la recuperación

La economía de Brasil se debate entre la recuperación económica y los riesgos a la baja. Hablando estrictamente de números, lo peor parece haber quedado atrás. El PBI a precios constantes creció un 1% de forma interanual en el primer trimestre de 2021. Más allá de eso, la recuperación es dispar, ya que mientras Consumo e Inversión siguieron cayendo, lo que empujó al producto fue un aumento del gasto público del 17%. Las exportaciones tuvieron un desempeño despreciable pero positivo, y las importaciones un alza del 7,7%. Aquí ya puede verse la primera fuente de fragilidad de la economía

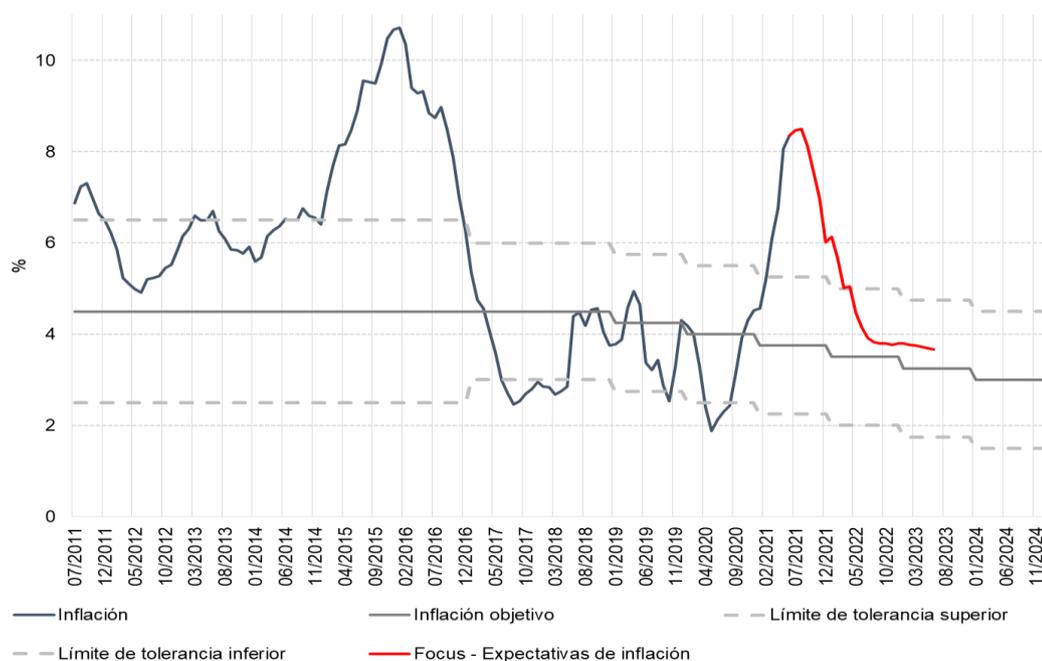
brasileña. El repunte del PBI no fue explicado por un sector privado más dinámico, sino que se debe casi en un 100% a un retorno del nivel de consumo del gobierno a los niveles de pre pandemia.

De todos modos, el dato fue recibido de forma positiva en el mercado ya que superó las expectativas, según la encuesta semanal que releva el Banco Central de Brasil. Esto, a su vez, avivó las expectativas de crecimiento futuro. Hace 4 semanas, la expectativa de crecimiento para 2021 era de 4,36%. El mismo relevamiento para la última semana de junio daba como resultado una esperanza de crecimiento del 5,05%. El último dato publicado con fecha 2 de julio tenía como resultado un 5,18%. Es decir, la encuesta revela una aceleración en la expectativa del mercado de lo que sucederá con la economía del principal socio económico de Argentina para lo que resta de 2021.

La novedad se suma a la noticia favorable sobre empleo. El país ha logrado recuperar más de un cuarto de millón de empleos privados en mayo, totalizando aproximadamente 1,2 M de empleos generados en lo que va de 2021. Esto muestra una aceleración en la creación de puestos de trabajo con respecto a los meses de marzo y abril, donde se habían generado 176.000 y 116.000 puestos nuevos aproximadamente. Sin embargo, esto no ha sido suficiente para lograr bajar la tasa de desempleo. Irónicamente, y más allá de los puestos de trabajo generados, **la tasa de desempleo tocó en marzo de 2021 un récord de 14,7%, superando hasta al peor registro de septiembre 2020, cuando había sido del 14,6%**. A partir de dicho nivel, la economía vivió tres meses seguidos (el último trimestre de 2020) de una caída en la tasa de paro, llevándolo hasta el 13,9% en diciembre. Pero a partir de entonces comenzó a trepar a una velocidad mayor, llegando al registro de 14,7% antes mencionado, aun cuando la economía crecía.

La fragilidad del mercado de trabajo es la segunda fuente de riesgo que recae sobre la economía brasileña, lo cual podría complotarse con otra, la inflación. Al igual que gran parte del mundo, Brasil debió inyectar grandes cantidades de liquidez en su economía para combatir el parate generado por la pandemia. Luego de lograr controlar el exceso de inflación que experimentó Brasil entre enero de 2015 y diciembre de 2016, la política monetaria fue manejada de manera muy prudente, para mantener a la inflación dentro del rango aceptable, con escasas excepciones donde la diferencia entre la inflación observada con el objetivo fue negativa. El Covid puso todo ese esfuerzo en jaque y obligó al Banco Central de Brasil (BCB) a realizar grandes expansiones de dinero a partir del segundo trimestre de 2020. El resultado de todo eso fue una aceleración de la tasa de inflación. Dicha variable pasó de un 1,88% en mayo de 2020 (por debajo del límite inferior aceptable de 2,5%) a un **8,35% en junio del corriente año, más de 3 puntos porcentuales por encima del límite superior de la banda**.

GRÁFICO 8: TASA DE INFLACIÓN, OBJETIVO Y EXPECTATIVAS DEL MERCADO. BRASIL. 2011 A 2024



Fuente: Banco Central de Brasil

El mercado parece confiar en las aptitudes del Banco Central. Más allá de una leve aceleración en las últimas semanas de la expectativa de inflación para 2021 de 5,5% a 6,1%, el mercado, según lo relevado por Focus Market Readout del BCB, espera que dicho desvío se corrija y comience el retorno hacia la banda de tolerancia del BCB a partir de septiembre próximo. Dicho relevamiento espera que la tasa de inflación retorne al interior de la banda para mayo de 2022. Lo que también parece tener en claro el mercado, es que para lograr este objetivo la condición necesaria será un aumento en la tasa de referencia. Actualmente dicha tasa se encuentra en un 4,25%. El mercado imagina alzas de más de 2 puntos, llevándola a 6,5% a lo largo del año, y permaneciendo allí, al menos hasta 2024. Vale la pena notar que hace apenas cuatro meses, la tasa era del 2%. O sea, más allá de que el riesgo de inflación pueda ser contenido, esto vendrá a costa de un mayor costo del capital, lo cual pone presión sobre la inversión, el mercado de trabajo, y tornar aún más lenta la recuperación.

2. Los riesgos sanitarios

El gobierno de Brasil ha sido uno de los que más se rehusó a imponer restricciones a la movilidad de las personas, con el objetivo de no perjudicar su economía. El presidente Bolsonaro ha sido explícito en varias ocasiones donde se refirió a las mismas como un “camino al fracaso”, y llegando a confrontar con gobernadores o líderes locales que impusieron restricciones cuando la situación sanitaria se comenzó a descontrolar.

Lamentablemente la política del gobierno federal no tuvo el objetivo deseado. Al día de hoy, Brasil se ha convertido en el epicentro de la crisis a nivel mundial. Con más de medio millón de muertos, un promedio de 50.000 nuevos casos diarios y aproximadamente 1.300 muertes por día, la confianza en la estrategia del oficialismo es cada vez menor, y el riesgo de una nueva ola que ponga a la economía en peligro es muy alto. De todos modos, la situación ha mejorado un poco. El mismo panorama, en marzo pasado era mucho más aterrador. Los casos promediaban los 80.000 diarios, y las muertes estaban por encima de los 3.000. Mientras tanto, el nivel de vacunación era casi nulo, con apenas un 8% de la población con una dosis y solo el 2% con el cronograma completo de vacunación.

Para demostrar la ineffectividad de la estrategia de Bolsonaro, la oposición presentó al Congreso un documento donde se demuestra que 120.000 muertes causadas por el Covid podrían haber sido evitadas de haberse impuesto medidas de distanciamiento, restricciones a la movilidad, o medidas no farmacológicas en general. **Brasil presenta a julio de 2021 aproximadamente 500.000 muertes acumuladas desde el inicio de la pandemia**, lo que significa que este documento argumenta que al menos el 25% de ellas eran evitables. Para un país que acumula el 13% de las muertes totales por Covid a nivel mundial, el dato es alarmante. Y esto mide solo el efecto directo. La menor cantidad de muertes hubiese, a su vez, dado un respiro al sistema de salud colapsado, permitiendo mejorar el timing en el diagnóstico, y el tratamiento de otras patologías, reduciendo aún más el exceso de muertes, como efecto de segundo orden.

CUADRO 5: CASOS, MUERTES Y VACUNACIÓN POR COVID-19. BRASIL. JULIO 2021

	Nuevos casos por millón	Nuevas muertes por millón	Población con una dosis	Población con dosis completa
Argentina	468,6	10,355	37,22%	9,04%
Brasil	306,6	9,546	35,65%	12,70%
Unión Europea	559,3	0,674	51,39%	34,10%
Francia	399,9	0,799	50,60%	31,91%
Reino Unido	407,2	0,324	66,31%	48,97%
Estados Unidos	437,0	0,918	54,22%	46,61%
Mundo	563,3	1,114	23,92%	11,13%

Fuente: Elaboración propia en base a Our World in Data

Nadie sabe a ciencia cierta cuál es la mejor estrategia para combatir este virus. Países que adoptaron cuarentenas estrictas y tempranas como Argentina, han tenido resultados igual de malos que Brasil, donde, como se mencionó antes, se intentó evitar la cuarentena siempre que se pudo. Sin embargo, en el caso de Brasil, es posible que la falta de restricciones iniciales haya permitido que el virus se propague de forma tal, que para frenarlo hoy sean necesarias si o si, las mismísimas restricciones que se quisieron evitar, con la probabilidad de llevar a la economía a una recuperación en forma de W, o sea, una *double-dip recession*.

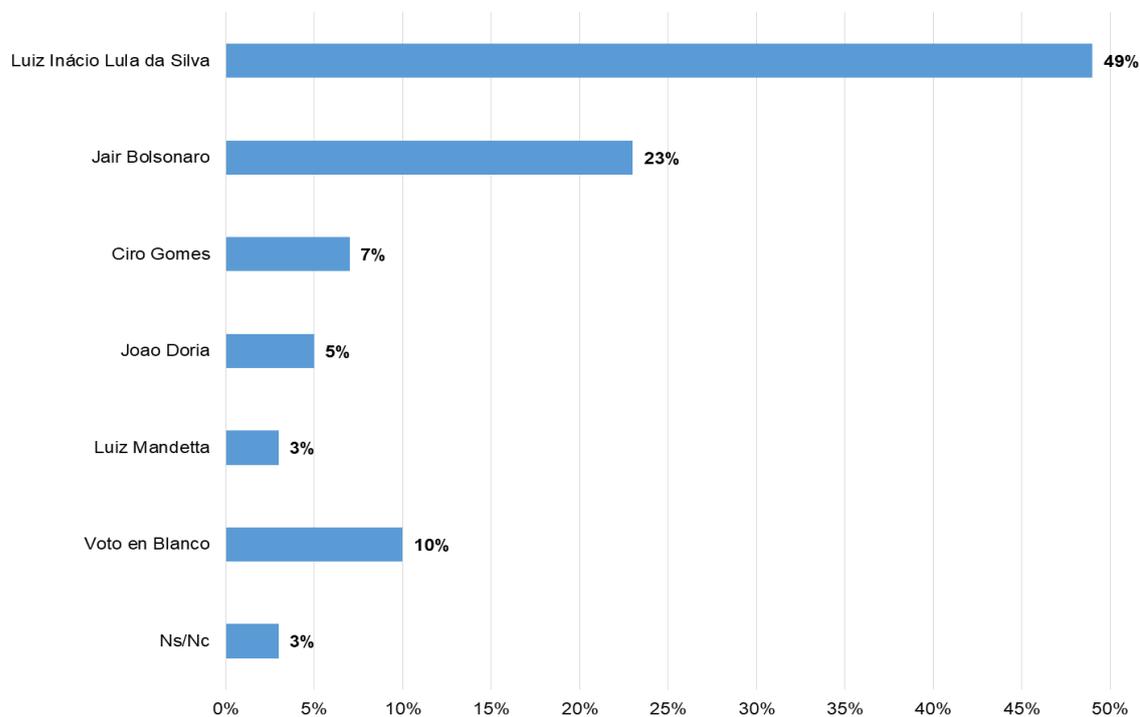
3. Los riesgos políticos

Para concluir con el combo de riesgos que azotan a la economía brasileña, se encuentran los riesgos políticos, asociados específicamente a las elecciones presidenciales del año próximo. El mal manejo de la pandemia ha hecho perder muchos puntos de popularidad e intención de voto al actual presidente Bolsonaro. Y no solo eso, sino que ha ayudado a resucitar políticamente a su gran adversario, y principal contendiente por la presidencia en las próximas elecciones, el ex-presidente Lula.

Lula, quien se encontraba preso cuando Bolsonaro fue electo presidente, ha logrado no solo recuperar su libertad, sino su status de líder de la oposición en los últimos años. Una encuesta con fecha del 25 de junio pasado realizada por el instituto IPEC, muestra a Lula aventajando en la intención de votos por una diferencia de 26 puntos porcentuales. Bolsonaro aparece segundo con apenas el 23% de intención de votos. Los otros candidatos aparecen lejos, y sin posibilidades de alterar la elección. El sistema electoral brasileño requiere de un 50% de los votos válidos para obtener la victoria en primera vuelta. Los votos válidos excluyen a los votos en blanco, por lo que, con los datos de esta encuesta, si las elecciones fuera hoy, Lula ganaría en primera vuelta.

La reacción de Bolsonaro en los últimos días tampoco sirvió para calmar las aguas. El actual Presidente declaró que desconfía del sistema electoral, que ve posibilidades de fraude, y hasta podría llegar a desconocer los resultados de las elecciones. Bolsonaro exige el retorno del voto con boletas de papel. El país adoptó el voto electrónico en 1996. En ninguna elección, de ahí en adelante, se han registrado irregularidades o fraude. Lo que el presidente reclama y exige, es un sistema dual, donde el voto electrónico se complementa con la boleta de papel. **Para justificar el reclamo, el argumento de Bolsonaro es que ya hubo fraude en la elección anterior, justamente en la que él ganó. Sostiene, increíblemente que el fraude cometido le impidió ganar en primera vuelta, aunque nunca presentó pruebas de ello.**

GRÁFICO 9: INTENCIÓN DE VOTOS PARA LAS PRÓXIMAS ELECCIONES PRESIDENCIALES. BRASIL. JUNIO 2021



Fuente: Elaboración propia en base a datos de IPEC

La probabilidad del retorno de un gobierno de izquierda es la tercera fuente de incertidumbre y riesgo a la baja que enfrenta la economía de Brasil. El proceso de reformas que había comenzado con Bolsonaro, que se vio interrumpido por el Covid, corre riesgos de ser completamente anulado y revertido de ganar el PT nuevamente. Sumado a la fragilidad de la recuperación en sí misma que se evidenció durante el primer trimestre del año, y la posibilidad concreta de que el Covid obligue a mayores cierres, la recuperación de la economía de Brasil pende de un hilo.

EFFECTOS DE LA PANDEMIA EN LA ECONOMÍA ECUATORIANA 2021

Paola Díaz

A un mes de su asunción la aprobación en las encuestas de opinión del presidente Guillermo Lasso supera a la de otros antecesores, como Rafael Correa y Jaime Roldós Aguilera. Los mercados de bonos reaccionaron positivamente y el riesgo país descendió desde 1.360 p.b. en mayo a 776 p.b. a fin de junio.

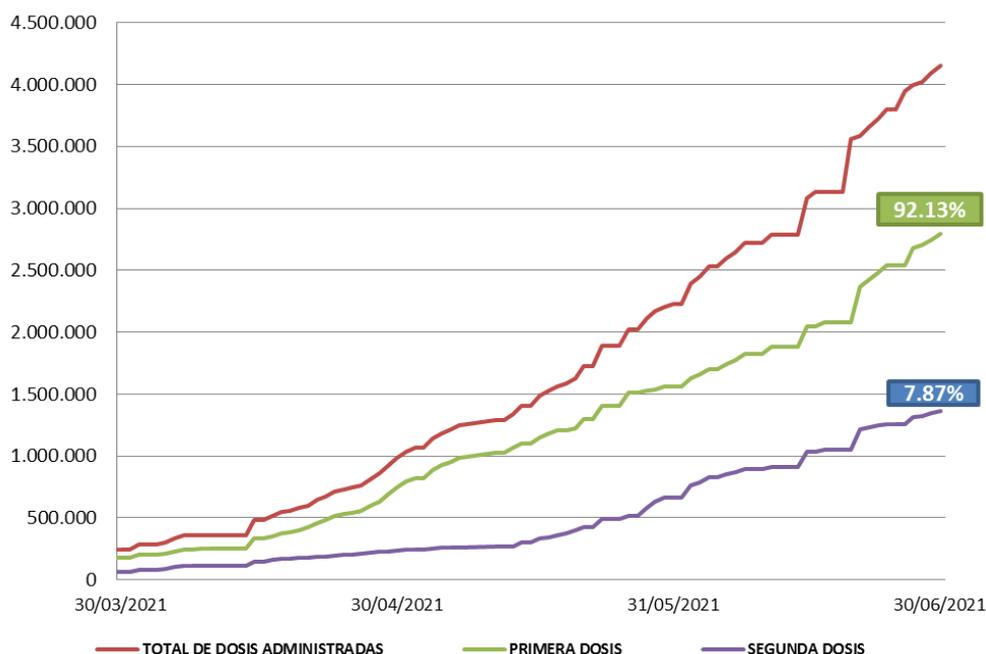
1. *Pandemia y vacunas*

Tras escenarios lamentables en la fuerte crisis sanitaria que atravesó el país durante el 2020, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), reportó en el mismo año 23.793 muertes causadas por Covid-19 entre casos confirmados y probables.

A fin de junio 2021 el Ministerio de Salud Pública (MSP) del Ecuador presentó la información consolidada sobre la emergencia a nivel nacional. Hasta ese momento, se registraron 458.504 casos positivos con pruebas PCR, con un leve predominio del 51,3% en hombres sobre mujeres de 20 a 49 años de edad. Oficialmente, se registraron 15.900 decesos por coronavirus, 423.688 pacientes recuperados y 48.804 pacientes fueron dados de alta hospitalaria. En este contexto, la capacidad física de las Unidades de Cuidados Intensivos (UCI), aún no han sido suficientes ya que existe un total de 1.082 camas entre instituciones públicas y privadas para atender a pacientes por COVID-19 en donde se confirmaron 620 casos con pronóstico estable y 422 con pronóstico reservado.

Finalmente, hasta al 30 junio de 2021, el MSP registró un total de 4.152.557 vacunados, de los cuales 2.793.332 recibieron la primera dosis y 1.359.225 completaron la segunda dosis de un total de 17.000.000 de habitantes; es decir, actualmente **sólo el 7.87% de la población cuenta con un esquema de vacunación completo.**

GRÁFICO 10: VACUNAS ADMINISTRADAS EN ECUADOR POR COVID-19 CON CORTE AL 30/06/2021



Fuente: elaboración propia en base a los datos del MSP

2. *Visión macroeconómica*

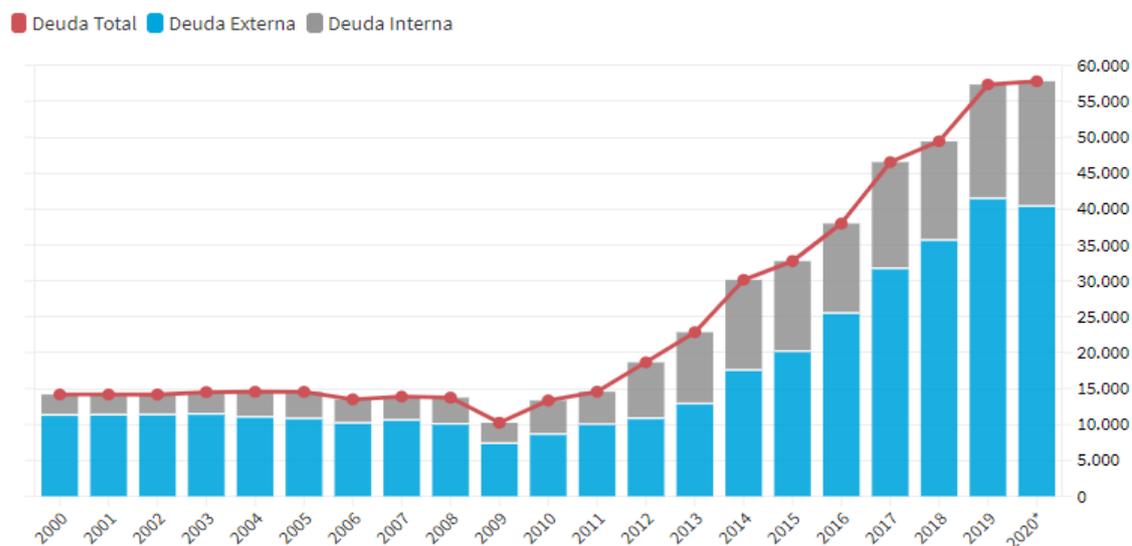
Respecto al **Producto Interno Bruto (PIB)**, el Banco Central del Ecuador (BCE) advirtió que la economía ecuatoriana decreció en 6,44% por efecto de la pandemia entre los meses de marzo y diciembre 2020. En este mismo año, este cayó -7,8% en comparación al 2019. Sin embargo, a partir del tercer trimestre del 2020 se evidenció una leve recuperación en la economía que creció en 4,64% resultado de la apertura progresiva de los negocios comerciales y del desacelerado comportamiento de los precios del 2021, como por ejemplo en el rubro de los alimentos, con 4,57% en abril,

3,40 % en mayo y 3,25% en junio; cuyos porcentajes superan la inflación de abril que fue de 1,01%. Según el Banco Central del Ecuador (BCE) la economía ecuatoriana debe crecer al menos un 4% anual en los próximos cinco años; donde el ajuste fiscal y la productividad son la clave.

El **mercado laboral** es uno de los sectores más afectados por la pandemia. Según la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo del INEC, para diciembre del 2019, la tasa de ocupación plena fue de 38,8%, la de subempleo fue de 17,8%, y la de desempleo 3,8%. En abril de 2021, la tasa de desempleo ascendió a 5,6%, y la tasa de subempleo a 22,7%. Los sectores con mayor destrucción de puestos de trabajo fueron: alojamiento y servicios de comida (-127.446), comercio, (- 98.399) y construcción, transporte y almacenamiento, (- 54.635 empleos).

El **sistema financiero** nacional privado, conformado por bancos y cooperativas, han decidido invertir U\$S 500 M en certificados de tesorería (CETES), a una tasa de 2,25% anual; esto permitirá al Gobierno central diversificar las fuentes de financiamiento del presupuesto general del Estado que solventarán las necesidades de liquidez con instrumentos a corto plazo, hasta que se concreten otras fuentes de financiamiento con multilaterales como: el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, para mitigar el importante endeudamiento que posee el país cuya deuda interna a diciembre 2020 era de U\$S 17.373 M y la deuda externa ascendía a U\$S 40.430 M. **La deuda pública total, de U\$S 57.804 M equivale al 59,89% del PIB.**

GRÁFICO 11: EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA PERÍODO 2000-2020



Fuente: elaboración propia en base a los datos del Banco Central del Ecuador

Luego de las protestas más violentas ocurridas en octubre del 2019, donde conductores de taxis y autobuses, organizaciones estudiantiles y numerosos movimientos de pueblos indígenas liderados por la Confederación de Nacionalidades Indígenas del Ecuador (CONAIE), participaron en manifestaciones que duraron varios días. El estallido social comenzó luego de que el ex-presidente Lenín Moreno firmara una serie de medidas de austeridad (como parte de las condiciones que solicitaba el FMI para el próximo desembolso) que eliminaban un subsidio a los **combustibles** de U\$S 1.300 M, por lo que el gobierno declaró al país en estado de excepción y lo obligó a dar marcha atrás en su decreto.

A dos años de lo ocurrido, Moreno implementó desde julio del 2020, un sistema de bandas de precios, que varían como el precio internacional del crudo del mes anterior. Este sistema de bandas ha generado un incremento progresivo de los precios de los combustibles ya que el margen de fluctuación del diésel disminuyó en 2021 del 5% al 3%. Bajo estas condiciones, la regularización al subsidio a los combustibles, es uno de los temas a resolver en los próximos meses para el nuevo jefe de estado.

CUADRO 6: PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES AÑO 2020 VS 2021

AÑO 2020		AÑO 2021	
TIPO DE COMBUSTIBLE	PRECIO	TIPO DE COMBUSTIBLE	PRECIO
Gasolina Extra o Ecopaís	USD 1,75	Gasolina Extra o Ecopaís	USD 1,91
Gasolina Súper	USD 2,28	Gasolina Súper	USD 3,17
Diésel Premiun y Diésel	USD 1,18	Diésel Premiun y Diésel	USD 1,44

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Agencia de Regulación y Control de Energía y Recursos Renovables Naturales No Renovables.

3. *El nuevo gobierno*

Según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) en su último informe de diciembre 2020, establece que el **déficit fiscal** del Sector Público No Financiero (SPNF) disminuirá U\$S 2.813 M entre el 2020 y 2021 y se financiará con préstamos de organismos multilaterales. Las actividades productivas, a su vez, enfrentan un problema de baja competitividad. El nuevo mandatario Guillermo Lasso, espera avanzar con acuerdos comerciales de la Alianza del Pacífico y con E.E.U.U.; donde su objetivo es mejorar la producción petrolera y renegociar los contratos existentes; así como también dinamizar la inversión privada. En materia tributaria Lasso se ha propuesto eliminar el impuesto del 2% para microempresarios y el 5% del impuesto a la salida de divisas (ISD) de forma progresiva. Sobre el impuesto al valor agregado (IVA) que es del 12%, proyecta bajarlo en cuatro feriados al año, con el fin de fomentar el turismo. Además, dentro de sus propuestas, se encuentra la doble deducción del impuesto a la renta (25%) a los beneficiarios del Bono de Desarrollo Humano, incrementar el salario básico unificado de U\$S 400 a UDS 500 implementando la modalidad de contrato estacional y por tareas.

Los **mercados internacionales** reaccionaron positivamente tras el triunfo de Guillermo Lasso frente al correísta Andrés Arauz. Esto se evidenció tanto en la suba de los precios de los bonos ecuatorianos por encima del 20% de su valor nominal, así como el declive de su rentabilidad por debajo del 10% de su TIR. Por ejemplo, los bonos 2030 que hasta una semana antes de las elecciones presidenciales, se negociaban a un 60% de su valor nominal pero después de los comicios subieron a 75.5%. Igualmente sucedió con los bonos 2035 y 2040, que pasaron de 21% a 29% respectivamente. Por otro lado, el índice EMBI, calculado por JP Morgan; mostró una importante caída del Riesgo País que hace tres meses era de 1220 p.p. y que a fin de junio fue de 757 p.p.

El **comercio exterior** será fundamental en las medidas a implementarse para la reactivación económica, en donde el país busca suscribir nuevos acuerdos comerciales con la Unión Europea, Estados Unidos, México y América Latina. No sólo con productos agropecuarios y de pesca, sino que ahora desea potenciar bienes e insumos de capital (textil, vehículo y químicos); que en el 2020 Ecuador fue uno de los países de Latinoamérica que aprovechó de mejor manera el Acuerdo Multipartes con la Unión Europea y generó una contribución del PIB de 0.16%, en relación a Colombia (0.01%) y Perú (0.03%). Este convenio entró en vigencia el 2017 y permite el ingreso de un número limitado de productos ecuatorianos (cacao, banano, flores y atún) al bloque sin pagar impuestos.

Sin embargo, Ecuador pidió ayuda a Estados Unidos para evaluar la situación de la **Central Hidroeléctrica Coca Codo Sinclair**, ante la amenaza de la erosión regresiva del Río Coca. Esta central abastece el 8.76% de la demanda interna de electricidad, mientras que el 91.24% restante, funcionan con la fuerza del agua y se produce en las plantas hidroeléctricas. Coca Codo Sinclair, una de las obras más ambiciosas del correísmo, que **le costaron al país U\$S 3.200 M y que ahora (a 10 años de su construcción) presenta serias fallas en su infraestructura, deficiencia en su funcionamiento, daño ambiental y un crédito difícil de devolver al gobierno chino de Xi Jinping.**

Afortunadamente, en los próximos meses, firmas como Hyundai Company (Corea del Sur), Kellogg Brown & Root-RGFX Inc. y Energlobal Group (Estados Unidos), aspiran adquirir la **Refinería Estatal de Esmeraldas**, como parte del proceso de selección pública, para aumentar la capacidad de producción de combustibles. Y se comprometen a asumir los gastos en su totalidad, bajo su propio riesgo; en el cual el Estado ecuatoriano no invertiría recursos económicos. Este proceso atraerá inversiones de aproximadamente U\$S 3.000 M, así lo informó el Ministro de Energía y Recursos Naturales y No Renovables, René Ortiz. Actualmente, la *Refinería de Esmeraldas* tiene una capacidad de procesamiento de 110.000 barriles diarios de petróleo.

NOTA ESPECIAL

OBITUARIOS: JAMES PETER NEARY Y HUGO FREUND SONNENSCHNEIN

Héctor Rubini

a. James Peter Neary (11/02/50 – 16/06/21)

Víctima de un sorpresivo y breve cáncer, el 16 de junio falleció James Peter Neary, para muchos uno de los más destacados economistas de Irlanda, al nivel de otros ilustres compatriotas como Francis Ysidro Edgeworth (1845-1926), Robert (“Roy”) Charles Geary (1896-1983) y William Moore (“Terence”) Gorman (1923-2003). Su nombre, además, aparece en varias ediciones del libro *Who is Who in Economics: A Biographical Dictionary of Major Economists 1780-1986*, editado por Mark Blaug.

Nació en Drogheda, un pueblo de la costa este de Irlanda, y mostró desde pequeño un particular interés y facilidad para aprender matemáticas y sobre todo para aplicarla. No eran pocos los profesores de matemática que empezaban a tener cierto temor del pequeño Neary que los dejaba en ridículo ante los demás alumnos. Su potencia intelectual innata fue realmente formidable. Se graduó en economía, política y estadística en el University College Dublin (UCD) a los 20 años, y desde 1970 ya era ayudante de investigación. Luego completó en un año la maestría en economía. A los 22 ya daba clases y elaboró un programa para resolver modelos econométricos que fue utilizado por otros profesores durante varios años en el UCD. Entre 1974 y 1976 completó otra maestría en economía en el Nuffield College de la Universidad de Oxford, Inglaterra, donde en 1978 completó el doctorado.

En 1979 obtuvo por concurso el nombramiento como profesor titular de Política Económica en el UCD, siendo el primero en lograrlo antes de los 30 años. En dicha casa de estudio impulsó con su colega Brendan Walsh una rápida transformación y modernización de los contenidos, método y la organización de la enseñanza de economía. Neary dio clases en el UCD entre 1980 y 2006. En 2006 se va al Merton College de Oxford donde fue investigador y profesor hasta su jubilación en octubre del año pasado. Además, entre 1975 y 2019 dio decenas de seminarios y cursos cortos como profesor part-time en universidades de Inglaterra, Suecia, Francia, Estados Unidos, Canadá, Noruega, Austria, Alemania, Italia, Hong Kong, Holanda, Suiza, Rusia, y en organismos como el FMI y la OMC. En 1999 y 2000 fue el director de investigaciones del Laboratorio de Econometría de la École Polytechnique de París.

Fue admitido como miembro de la Econometric Society (1987), la Academia Europaea (1989); la Royal Irish Academy (1997), la European Economic Association (2004) y la British Academy (2008). Fue presidente de la Asociación Irlandesa de Economía (1990-92), del University College Dublin (1997-98), de la Sociedad Internacional de Economía y Finanzas (1999-2000), de la Sección de Economía de la Asociación Británica para el Avance de las Ciencias (2005), y de la Royal Economic Society (2017-18). En el año 2000 recibió la Medalla de Oro para Ciencias Sociales de la Royal Irish Academy y en 2010 un premio por su desempeño como referee de la revista científica *Economic Journal*. En junio del año pasado, recibió el Doctorado Honorario en Economía de la Universidad Nacional de Irlanda.

Fue el primer director del Centre for Economic Policy Research (CEPR) de Londres entre 1983 y 1985, codirector de dicho centro en 1985 y 1986, y miembro de su comité científico asesor entre 1995 y 2001. También fue miembro del consejo fundador de la European Economic Association entre 1985 y 1987 y miembro electo de su consejo entre 1987 y 1992, y titular de su comité de revistas científicas en 2001 y 2002. Además, fue consejero de la Econometric Society entre 1994 y 1999 y entre 2015 y 2018 y *referee* para la publicación de trabajos en 32 revistas científicas. Tanto solo como con otros autores, publicó 82 artículos en revistas científicas con referato, 47 *Discussion Papers* en el CEPR, otras 32 publicaciones académicas, y 34 revisiones de libros, comentarios a otros artículos y contribuciones periodísticas. Coeditó 3 libros y publicó un libro en coautoría con James E. Anderson sobre restricciones al comercio exterior.

Sus investigaciones más conocidas han sido sobre diversos temas de teoría y política del comercio internacional, pero también ha publicado numerosos trabajos sobre el comportamiento de los consumidores y los problemas para la medición apropiada y la comparabilidad internacional de indicadores sobre niveles de vida. Su interés por temas de comercio internacional y también de otros de teoría micro y macroeconómica eran evidentes en la publicación de sus primeros tres trabajos de investigación. En 1978 publicó en *Economic Journal* “Short-Run Capital Specificity and the Pure Theory of International Trade”, donde combinó el tradicional modelo de Heckscher-Ohlin y otro de Harrod y Marshall

con una distribución fija de bienes de capital específicos, para explicar los flujos de capitales intersectoriales de largo plazo en base a las diferencias en las rentas de esos bienes de capital.

En 1980 publicó con Kevin W. S. Roberts "The Theory of Household Behaviour under Rationing" en *European Economic Review*. Un trabajo en uno de los peores momentos de destrucción de empleos en Europa, donde aplican teoremas de dualidad para analizar el comportamiento de familias bajo racionamiento e introducen el concepto de "precios virtuales": aquellos que incentivarían a una familia sin racionamiento a comportarse de la misma forma que si enfrentara a un vector restricciones cuantitativas en el consumo.

En 1982, en coautoría con W. Max Corden publicó "**Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy**" en *Economic Journal*. Fue su trabajo consagratorio, el más influyente hasta hoy, que cambió en la profesión el abordaje analítico y las recomendaciones de política sobre cómo administrar un boom económico impulsado por un sector productor y exportador de materias primas. En ese modelo emerge lo que se dio en llamar "**enfermedad holandesa**", o en años más recientes "**maldición de los recursos naturales**": **cómo un sector productor/exportador de recursos naturales podría absorber mano de obra del resto de los sectores y terminar desindustrializando el país, quedando finalmente con un desempleo más alto**. Un fenómeno que se observó en Holanda y otros países en los años '70 luego del descubrimiento de yacimientos de petróleo bajo el Mar del Norte y del salto del precio del petróleo en esos años.

En 2004 publicó "Rationalizing the Penn World Table: True Multilateral Indices for International Comparisons of Real Income", *American Economic Review* 94 (5): 1411-1428, un trabajo a partir de haber advertido que los indicadores de bienestar a partir de precios ajustados por paridad de poder adquisitivo no eran coherentes con lo esperable de la teoría estándar de la utilidad de los consumidores. Neary trabajó varios años hasta llegar a un método teóricamente más robusto que es el presentado en este trabajo, en base, a su vez al método propuesto a mediados de los '50 por otro irlandés, Roy Geary. A partir de este resultado, en 2013 publicó otro trabajo en *Economic Journal* con Robert Feenstra, D.S. Prasada Rao y Hong Ma, donde llegaba a la conclusión, por ejemplo, de que el PBI de China era en realidad un tercio mayor que lo informado por las series del International Comparison Program (ICP) del Banco Mundial.

Si bien ha sido un economista dedicado a la investigación académica, y con un rigor matemático y lógico impecable, también participó en varias discusiones y polémicas de política económica. En los años '90 fueron públicas, y bastante fuertes, sus críticas al gobierno irlandés por adoptar el euro, argumentando que la decisión de integrar un área monetaria no es beneficiosa para un país miembro pequeño. Algunas de sus publicaciones más citadas son las siguientes:

- "Short-run capital specificity and the pure theory of international trade," *Economic Journal*, 88, Sept. 1978, 488-510.
- (J.P. Neary y K.W.S. Roberts) "The theory of household behaviour under rationing," *European Economic Review*, 13, 1980, 25-42.
- "Non-traded goods and the balance of trade in a neo-Keynesian temporary equilibrium," *Quarterly Journal of Economics*, 95, Nov. 1980, 403-429.
- (W.M. Corden y J.P. Neary) "Booming sector and de-industrialisation in a small open economy," *Economic Journal*, 92, Dic. 1982, 825-848.
- (J.P. Neary y J.E. Stiglitz) "Towards a reconstruction of Keynesian economics: Expectations and constrained equilibria" *Quarterly Journal of Economics (Supplement)*, 98, 1983, 199-228.
- "Determinants of the equilibrium real exchange rate" *American Economic Review*, 78:1, Mar. 1988, 210-215.
- (J.E. Anderson y J.P. Neary) "Measuring the restrictiveness of trade policy" *The World Bank Economic Review*, 8:2, Mayo 1994, 151-169.
- "Trade liberalisation and shadow prices in the presence of tariffs and quotas" *International Economic Review*, 36:3, Ago. 1995, 531-554.
- "Theoretical foundations of the 'Geary Method' for international comparisons of purchasing power and real incomes" *Economic and Social Review*, 27:2, Ene. 1996, 161-179.
- "Of hype and hyperbolas: Introducing the new economic geography" *Journal of Economic Literature*, 39:2, Junio 2001, 536-561.
- "Competitive versus comparative advantage" *The World Economy*, 26:4, Abr. 2003, 457-470.

- (J.E. Anderson y J.P. Neary) "The mercantilist index of trade policy" *International Economic Review*, 44:2, Mayo 2003, 627-649.
- "Rationalising the Penn World Table: True multilateral indices for international comparisons of real incomes" *American Economic Review*, 94:5, Dic. 2004, 1411-1428.
- "Simultaneous reform of tariffs and quotas" *Review of International Economics*, 15:1, Feb. 2007, 37-44
- (D. Leahy y J.P. Neary) "Multilateral subsidy games" *Economic Theory*, 41:1, Oct. 2009, 41-66.
- (R. Feenstra, H. Ma, J.P. Neary y D.S. Prasada Rao) "Who shrunk China? Puzzles in the measurement of real GDP" *Economic Journal*, 123:573, Dic. 2013, 1100-1129.
- "International trade in general oligopolistic equilibrium" *Review of International Economics*, 24:4, Sept. 2016, 669-698.
- (C. Carrère, M. Mrázová y J.P. Neary) "Gravity without apology: The science of elasticities, distance, and trade" *Economic Journal*, 130, Mayo 2020, 880-910.

b. Hugo Freund Sonnenschein (14/11/40–15/07/21)

Otro fallecimiento sorpresivo y que ha entristecido a gran parte de la profesión ha sido el de Hugo Sonnenschein. Cabe recordar que concurrió en noviembre de 2019 a la Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política en la Universidad Nacional del Sur (Bahía Blanca). En dicha ocasión fue el expositor de la conferencia Rolf Mantel sobre "El Teorema Sonnenschein-Mantel-Debreu" del cual fue coautor, y el 14 de noviembre, día de su cumpleaños, recibió el doctorado honoris causa de la Universidad Nacional del Sur y fue incorporado a la Asociación Argentina de Economía Política como miembro honorario.

Hugo Sonnenschein nació el 14 de noviembre de 1940 en la ciudad de Nueva York. Se graduó en economía en Rochester (1961), luego cursó estudios de posgrado en la Universidad de Purdue, donde completó la maestría en economía (1962) y el doctorado (1964). Al igual que en el caso de la Universidad del Sur, previamente fue distinguido con doctorados honoris causa de las universidades de Tel Aviv (1993), Autónoma de Barcelona (1994), Lake Forest College (1995), Purdue (1996), North Central College (2001), Chicago (2002), Keio (2015) y Rochester (2013).

Fue profesor asistente, y luego asociado en la Universidad de Minnesota (1964-70). Después siguió su carrera como docente e investigador en las Universidades de Massachusetts (1970-73), Northwestern (1973-76), Princeton (1976-88), Pennsylvania (1988-91), nuevamente Princeton (1991-93) y Chicago (2000-2015). Como profesor visitante dio cursos en las universidades de Los Andes (Colombia), Pennsylvania State, Tel-Aviv, Hebrew, Paris XII, Aix-en-Provence, Stanford y Princeton. Fue Decano de la Facultad de Ciencias y Artes de la Universidad de Pennsylvania (1988-91), Rector de la Universidad de Princeton (1991-93), Presidente del Consejo Directivo de la Universidad de Chicago (1993-2000) y del Comité Científico de la Barcelona Graduate School of Economics (*Barcelona GSE*) desde 2008 hasta su fallecimiento.

Como Presidente del Consejo Directivo de la Universidad de Chicago impulsó una ambiciosa reforma en todo el funcionamiento de la Universidad, dando prioridad al incremento en la obtención de financiamiento, reformas edilicias y fundamentalmente la reducción del número de cursos básicos obligatorios para las carreras de grado de 21 a 15. Bajo su gestión la Universidad de Chicago duplicó el número de ingresantes, recaudó fondos por U\$S 676 millones (récord histórico) y más que triplicó el fondo de la universidad de U\$S 1.200 M a U\$S 3.700 M. Las reformas propuestas en su plan fueron todas instrumentadas, pero las fuertes críticas y resistencia interna a los cambios propuestos lo llevaron a presentar su renuncia en 2000 para retornar a las actividades académicas, como profesor de un curso de teoría de los juegos para pre-grado y otro de teoría microeconómica para estudiantes de posgrado.

Sonnenschein fue miembro asociado del Consejo de Investigaciones en Ciencias Sociales (1967-68), del equipo de investigadores de la Fundación Ford (1970-71) y de la Fundación Guggenheim (1976-77). Integró los comités editoriales de varias revistas científicas: *Journal of Economic Theory*, *Journal of Mathematical Economics*, *SIAM Journals*, *Econometrica*, *Econometric Society Monograph Series* y *Fundamentals of Economics*. Integró el comité asesor editorial del *Journal of Mathematical Economics* desde 1985 hasta su muerte y además fue presidente del Laboratorio Nacional Argonne (1993-2000), miembro del directorio del Consorcio para el Financiamiento de la Educación Superior de los EE.UU. (1994-97), del Comité Cívico de la ciudad de Chicago (1993-2000), del Consejo Estadounidense de Educación (1999-2000), del laboratorio Winston (2002-2006) y del directorio del fondo mutuo Invesco (2009-2015).

En 1973 fue admitido para integrar la Econometric Society, que presidió en 1991. En 1984 fue incorporado a la Academia Estadounidense de Ciencias y Artes, en 1990 a la Academia Nacional de Ciencias, en 2001 a la American Philosophical Association, y en 2005 a la American Economic Association como miembro distinguido. En el año 2004 recibió junto a Andreu Mas-Colell el Premio Fundación BBVA Fronteras del Conocimiento por haber establecido la teoría moderna de la demanda agregada y ampliar la teoría del equilibrio general.

Sus aportes como investigador han pasado a integrar la base fundamental de la teoría del consumidor y de la teoría del equilibrio general walrasiano de la microeconomía contemporánea. En su primer artículo de 1965 en *Econometrica* **sentó las bases axiomáticas de la moderna teoría del consumidor que pasó a integrar los manuales de microeconomía hasta la actualidad**. Luego continuó elaborando avances teóricos sobre la agregación de funciones de demanda y las implicancias de diversos supuestos sobre las funciones de demanda individuales. Sus trabajos de principios de los años '70 permitieron formular predicciones precisas sobre la forma de las demandas de mercado a partir de supuestos no muy restrictivos sobre las preferencias de los individuos. En particular uno de los más renombrados hasta hoy es "General Possibility Theorems for Group Decisions", de 1972, con Andreu Mas-Colell, que marcó el inicio de una nutrida literatura sobre la toma de decisiones grupales.

En 1972 publicó el trabajo "Market Excess Demand Functions", y en 1973 "Do Walras' Identity and Continuity Characterize the Class of Community Excess Demand Functions?". Ambos sentaron los fundamentos de lo que poco tiempo después pasó a conocerse como "Teorema de Sonnenschein-Mantel-Debreu" (SMD). Sonnenschein trató de especificar las condiciones que debe cumplir una función que relaciona precios con cantidades para que sea una función de exceso de demanda agregada de una economía de intercambio de "buen comportamiento". Un siglo antes, León Walras había obtenido una función de exceso de demanda de mercado sumando las demandas excedentes de un mismo bien de varios consumidores. Ahora, esa función ¿preserva las propiedades de cada función individual? Sonnenschein conjeturó que sí, y para una economía de dos bienes demostró que se requiere que la función sea continua, homogénea de grado cero y que cumpla con la llamada Ley de Walras. **Un año después el economista argentino Rolf Mantel aportó⁹ una versión generalizada de ese resultado, y Gérard Debreu, mostró, bajo supuestos menos restrictivos que los de Mantel, que el resultado se mantiene en una economía con tantos bienes como mercancías para precios no nulos¹⁰.**

El Teorema SMD quedó así demostrado, pero las investigaciones posteriores corroboraron que **los supuestos que garantizan un buen comportamiento de las funciones de demanda a nivel individual no necesariamente se transfieren a nivel agregado**. En 1975 en otro trabajo con Wayne Shafer, Sonnenschein concluiría que el Teorema SMD tiene otra implicancia relevante: no existen restricciones sobre las funciones de demanda de mercado si no se imponen restricciones a las preferencias de los agentes. En otras palabras: **las funciones de oferta y demanda agregadas pueden adoptar cualquier forma**, de modo que el hipotético escenario de equilibrio general **puede que no sea único, ni estable. Nada asegura que ante excesos de oferta o de demanda el ajuste vía precios asegure per se la convergencia a un equilibrio general. Algo por demás probable en un mundo donde no se cumplen esos supuestos tan restrictivos.**

Sonnenschein también publicó trabajos sobre competencia imperfecta a partir de los aportes de Cournot, y desde los años '80 pasó a investigar temas de teoría de los juegos y de la toma de decisiones colectivas. Sus aportes han tenido una persistente influencia en buena parte de los avances de la teoría microeconómica contemporánea, pero también seguirá siendo recordado por su renombrada capacidad y dedicación como mentor y asesor de estudiantes, tanto de pregrado, como de candidatos al doctorado en economía. De hecho, varios de sus alumnos llegaron a publicar artículos con el propio Sonnenschein. Varios de sus rigurosos trabajos algunos de los cuales pueden encontrarse en un libro del año 2008 en honor del profesor Sonnenschein, editado por Matthew Jackson y Andrew McLennan¹¹. Algunas de las publicaciones más citadas de Sonnenschein son las siguientes:

- "The Relationship Between Transitive Preference and the Structure of the Choice Space," *Econometrica*, Julio 1965.
- "Demand Functions Without Transitive Preferences-With Applications to the Theory of Competitive Equilibrium" en *Studies in the Mathematical Foundations of Utility and Demand*, (Co-Editor con John S. Chipman, Leonid Hurwicz, y Marcel K. Richter), Harcourt Brace Jovanovich, Nueva York, 1971.

⁹ Mantel, R. 1974. "On the Characterization of Aggregate Excess Demand". *Journal of Economic Theory* 7:348-53.

¹⁰ Debreu, G. 1974. "Excess Demand Functions". *Journal of Mathematical Economics* 1:15-21. Debreu obtuvo el Premio Nobel de Economía en 1983.

¹¹ *Foundations in Microeconomic Theory. A Volume in Honour of Hugo F. Sonnenschein* (Matthew O. Jackson & Andrew McLennan editores). Springer-Verlag. Berlin-Heidelberg, 2008.

- “Market Excess Demand Functions” *Econometrica*, Mayo 1972.
- “General Possibility Theorems for Group Decisions” (con Andreu Mas-Colell), *Review of Economic Studies*, 1972.
- “Do Walras' Law and Continuity Characterize the Class of Community Excess Demand Functions?” *Journal of Economic Theory*, Agosto 1973.
- “Equilibrium in Abstract Economies Without Ordered Preferences” (con Wayne Shafer), *Journal of Mathematical Economics*, Diciembre 1975.
- “On the Existence of Cournot Equilibrium Without Concave Profit Functions” (con D. John Roberts), *Journal of Economic Theory*, 1976.
- “The Demand Theory of the Weak Axiom of Revealed Preference” (con Richard Kihlstrom y Andreu Mas-Colell), *Econometrica*, 1976.
- “Cournot and Walras Equilibrium” (con William Novshek), *Journal of Economic Theory*, Diciembre 1978.
- “Preference Aggregation with Randomized Social Orderings” (con Salvador Barbera), *Journal of Economic Theory*, 1978.
- “Market Demand and Excess Demand Functions” (con Wayne Shafer), *Handbook of Mathematical Economics (Kenneth Arrow y Michael Intriligator, editors)*, North-Holland, 1982
- “Rational Expectations Equilibrium with Econometric Models” (con Robert Anderson), *Review of Economic Studies*, 1985.
- "Foundation of Dynamic Monopoly and the Coase Conjecture" (con Faruk Gul y Robert E. Wilson), *Journal of Economic Theory*, 1986.
- “Voting by Committees” (con Salvador Barberá y Lin Zhou), *Econometrica*, Septiembre 1991.
- “Overcoming Incentive Constraints by Linking Decisions” (con Matthew O. Jackson), *Econometrica*, Enero 2007.
- “Rybczynski’s Theorem in the Heckscher-Ohlin World - Anything Goes” (con Marcus M. Opp y Christis G. Tombazos), *Journal of International Economics*, 2009.
- “Chicago and the Origins of Modern General Equilibrium”, *Journal of Political Economy* 125, No. 6, Deiciembre 2017.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2021		Julio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
19	20	21	22	23	24	25
	INDEC: Índice de Costo de la Construcción. Junio 2021. Sistema de Precios Mayoristas. Junio 2021.	INDEC: Estimador Mensual de Actividades Económica (EMAE). Mayo 2021. Intercambio Comercial Argentino (ICA) Junio 2001.	Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria.			
26	27	28	29	30	31	01
INDEC: Encuesta Nacional de Centros de Compra, Supermercados y Autoservicios Mayoristas. Mayo 2021	Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto.	Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto.	Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): PBI Avance 2° trimestre.	INDEC: Índice de Salarios. Mayo 2021.		

2021		Agosto				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
02	03	04	05	06	07	08
		Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM).	INDEC: Índice Producción Industrial (IPI) Manufacturero. Junio 2021. Indicadores de la actividad de la construcción. Junio 2021. Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): Comercio Exterior de Bienes y Servicios. Junio 2021. Banco de Inglaterra: Reunión del Comité de Política Monetaria.	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del Empleo Laboral. Julio 2021.		
09	10	11	12	13	14	15
	IBGE (Brasil): Índice de Precios al Consumidor Amplio. Julio 2021.	INDEC: Utilización de la Capacidad Instalada de la Industria. Junio 2021. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor (IPC). Julio 2021.	INDEC: Índice de Precios al Consumidor (IPC). Junio 2021. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Productor. Julio 2021.	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índices de Precios de Exportación y de Importación. Julio 2021.		

INDICADORES													
Indicador	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	2,2%	1,9%	2,7%	2,8%	3,8%	3,2%	4,0%	4,0%	3,6%	4,8%	4,1%	3,3%	3,2%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	2,3%	2,5%	3,0%	2,3%	3,5%	3,9%	4,9%	3,9%	4,1%	4,5%	4,6%	3,5%	3,6%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	1,0%	1,3%	3,5%	3,0%	4,8%	2,7%	4,4%	4,8%	3,8%	4,6%	4,3%	3,1%	3,2%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	42,8%	42,4%	40,7%	36,6%	37,2%	35,8%	36,1%	38,5%	40,7%	42,6%	46,3%	48,8%	50,2%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	45,6%	46,2%	43,9%	38,3%	37,9%	37,8%	39,4%	41,4%	43,7%	45,7%	49,8%	52,5%	54,5%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	47,4%	46,0%	44,5%	40,8%	43,9%	40,4%	42,1%	42,3%	43,9%	44,8%	46,4%	49,9%	53,2%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	2,0%	1,6%	2,8%	2,8%	3,6%	3,0%	3,7%	3,3%	3,6%	5,2%	4,1%	3,4%	3,1%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	2,3%	2,3%	3,2%	2,2%	3,4%	4,1%	4,5%	3,2%	4,3%	4,3%	4,8%	3,6%	3,5%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	1,4%	1,6%	2,4%	2,2%	2,5%	3,1%	3,8%	3,8%	2,9%	3,9%	4,0%	3,6%	3,2%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	41,3%	40,6%	39,2%	35,2%	35,7%	34,2%	34,1%	35,9%	38,3%	40,4%	44,2%	46,8%	48,3%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	44,2%	44,5%	42,3%	36,8%	36,4%	36,9%	37,6%	39,1%	42,0%	43,5%	48,0%	51,2%	53,0%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	37,4%	36,6%	35,3%	31,7%	31,3%	30,1%	30,5%	32,3%	33,6%	35,0%	37,8%	41,4%	43,9%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	40,0	40,0	40,0	40,0	45,0	40,0	40,0	45,0	45,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Media	44,5	43,1	45,0	40,3	47,0	44,5	42,9	44,1	45,2	46,3	47,9	50,2	51,4
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	7,8%	16,1%	24,9%	34,3%	28,1%	27,0%	20,8%	53,3%	49,3%	63,1%	92,9%	116,8%	s/d
Gastos Totales	56,7%	37,8%	60,0%	61,2%	35,3%	34,6%	28,4%	25,5%	40,6%	33,4%	14,6%	21,9%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	8,5%	21,0%	27,2%	36,5%	29,6%	29,8%	23,5%	55,8%	50,9%	69,6%	94,7%	108,8%	s/d
Gastos Primarios	72,7%	59,2%	56,9%	71,6%	54,8%	40,5%	52,7%	45,8%	43,4%	36,2%	14,2%	18,3%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	21,1%	24,6%	33,3%	42,7%	42,8%	36,5%	37,7%	45,3%	50,0%	69,0%	100,5%	71,0%	67,5%
Dirección General Impositiva	3,9%	3,2%	14,5%	20,2%	26,4%	17,7%	35,0%	38,5%	43,0%	67,4%	110,7%	64,0%	62,0%
Dirección General de Aduanas	26,5%	20,9%	6,4%	30,1%	28,9%	63,3%	78,2%	101,3%	119,3%	131,8%	163,1%	198,7%	132,6%
Sistema de Seguridad Social	25,5%	21,4%	23,9%	37,5%	31,4%	22,9%	23,0%	24,7%	27,2%	34,0%	62,9%	63,0%	49,5%

Indicador	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	39,5	38,2	41,3	40,3	38,8	40,9	39,3	38,2	37,7	38,2	35,3	35,4	34,6
Var. % m/m	-2,7%	-3,3%	8,2%	-2,4%	-3,7%	5,2%	-3,8%	-2,8%	-1,1%	1,1%	-7,5%	0,3%	-2,3%
Var. % a/a	-2,7%	-13,6%	-1,3%	-4,2%	-11,3%	-1,2%	-7,2%	-11,2%	-11,8%	-7,4%	-10,0%	-7,9%	-12,2%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-11,6%	-12,7%	-11,5%	-6,2%	-7,3%	-3,7%	-2,2%	-2,0%	-2,6%	11,4%	28,3%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	8,4%	2,2%	1,4%	2,3%	2,1%	1,4%	0,9%	1,9%	-1,0%	-0,2%	-1,2%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-34,9%	-42,7%	-16,2%	30,5%	22,5%	37,3%	25,2%	6,1%	-1,9%	71,0%	297,7%	39,9%	18,6%
Var m/m, con estacionalidad	18,7%	-5,5%	21,2%	23,7%	1,2%	-5,7%	24,1%	-30,0%	-2,3%	21,3%	-7,7%	-6,2%	0,6%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-4,5%	-5,8%	-3,5%	2,6%	-3,0%	3,1%	2,7%	4,9%	0,8%	27,0%	57,8%	32,8%	s/d
Var m/m, desest.	3,4%	2,6%	3,7%	0,8%	-0,6%	2,9%	-0,8%	8,0%	0,6%	3,1%	1,3%	-1,3%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-6,4%	-6,6%	-7,0%	3,7%	-3,1%	4,3%	4,9%	4,4%	1,6%	32,8%	55,9%	30,2%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-14,7%	-12,9%	-17,6%	-3,8%	-0,9%	6,2%	27,4%	23,3%	22,7%	97,6%	321,3%	70,9%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	1,7%	13,6%	2,3%	18,5%	15,8%	13,5%	18,1%	24,0%	25,2%	103,7%	366,7%	58,9%	29,3%
Var. % m/m, desest.	33,3%	27,0%	-11,3%	3,8%	3,8%	-2,9%	-9,7%	0,7%	8,2%	-5,1%	6,4%	-0,4%	6,5%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-6,9%	-13,2%	-12,3%	10,1%	13,2%	28,0%	33,6%	19,2%	18,0%	93,5%	134,6%	50,5%	20,6%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	4.786	4.931	4.955	4.727	4.674	4.500	3.544	4.912	4.775	5.720	6.143	6.764	s/d
Var. % a/a	-8,6%	-15,8%	-11,0%	-17,7%	-20,6%	-23,6%	-34,1%	7,3%	9,1%	30,5%	41,3%	33,2%	s/d
Importaciones en USD	3.299	3.451	3.508	4.129	4.004	4.115	3.908	3.844	3.713	5.320	4.673	5.141	s/d
Var. % a/a	-21,0%	-29,6%	-20,3%	3,2%	-2,8%	20,7%	24,7%	8,7%	16,4%	68,7%	61,5%	62,4%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.487	1.480	1.447	598	670	385	-364	1.068	1.062	400	1.470	1.623	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	189,9	196,0	199,5	211,5	226,1	239,0	248,6	272,6	280,4	283,3	294,3	300,1	s/d
Var. % a/a	-11,3%	-7,0%	-0,7%	4,7%	7,2%	14,0%	16,9%	26,4%	35,6%	43,8%	60,0%	63,1%	s/d

Indicador	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-20	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-20
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	2.159	2.315	2.334	2.318	2.325	2.346	2.433	2.604	2.593	2.524	2.546	2.540	2.702
Circulante	1.517	1.635	1.668	1.663	1.692	1.693	1.789	1.862	1.835	1.816	1.801	1.831	1.935
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	3.068	3.271	3.404	3.495	3.544	3.448	3.689	3.780	4.044	4.184	4.500	4.813	4.847
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	1.655	1.706	1.833	1.853	1.714	1.641	1.645	1.722	1.801	1.883	1.980	2.049	2.028
(b) Pasivos netos por pases	582	690	665	712	877	843	1.033	1.004	952	1.177	1.350	1.542	1.562
(c) Depósitos del Gobierno	831	876	906	931	952	964	1.011	1.054	1.291	1.123	1.170	1.222	1.257
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	43	43	43	42	41	39	39	40	39	40	40	41	42
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	19	19	20	19	18	17	18	18	18	18	19	19	19
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	219	233	243	253	254	261	290	301	316	316	327	329	320
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	69,5	71,5	73,3	75,2	77,6	79,9	82,6	86,0	88,7	91,1	92,9	94,1	95,3
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	6.320	6.631	6.865	7.047	7.081	7.140	7.536	7.904	8.088	8.420	8.738	9.093	9.341
Sector privado	5.251	5.543	5.695	5.810	5.768	5.796	6.124	6.415	6.604	6.843	7.035	7.264	7.527
Sector público	1.069	1.088	1.171	1.237	1.313	1.344	1.412	1.490	1.484	1.577	1.703	1.830	1.813
En moneda local (\$ M.M.)	4.985	5.253	5.437	5.588	5.714	5.782	6.067	6.321	6.456	6.739	7.018	7.331	7.544
Sector privado	4.080	4.329	4.434	4.524	4.580	4.624	4.875	5.063	5.215	5.400	5.555	5.750	5.980
Sector público	906	924	1.003	1.064	1.134	1.158	1.192	1.258	1.241	1.338	1.464	1.581	1.564
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.335	1.377	1.428	1.459	1.367	1.357	1.469	1.583	1.623	1.682	1.720	1.762	1.797
Sector privado	1.171	1.213	1.261	1.286	1.188	1.171	1.249	1.352	1.389	1.443	1.480	1.514	1.547
Sector público	164	164	168	173	179	186	220	232	235	239	239	249	249
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	19,2	19,3	19,5	19,4	17,6	17,0	17,8	18,4	18,4	18,5	18,5	18,7	18,9
Sector privado	16,8	17,0	17,2	17,1	15,3	14,7	15,1	15,7	15,7	15,8	16,0	16,1	16,2
Sector público	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	38,0	38,0	38,0	38,0	36,9	36,9	38,0						
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	15,9	15,6	15,9	14,2	23,3	26,4	27,8	27,7	29,1	29,2	29,7	29,6	29,2
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	22,7	21,5	21,2	20,7	27,4	32,3	33,3	34,7	34,9	36,1	36,5	35,9	35,8
Préstamos personales	50,2	50,6	51,1	51,6	50,7	52,9	55,4	56,4	55,9	56,0	55,4	54,6	52,6
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	28,5	28,3	28,6	28,6	29,6	32,0	33,4	33,3	33,3	33,3	33,3	33,1	33,4
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	29,5	29,6	32,4	37,6	32,8	34,9	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,0	36,1
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	27,9	27,8	28,1	28,2	29,2	31,2	32,5	32,7	32,6	32,7	32,8	32,4	32,9