

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 195 Año 21 – 17 de junio de 2021

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

EL DATO DEL MES

Precio de la soja. A la fecha la tonelada de soja cotizaba a U\$S 486, con una baja de 24,5% respecto de los niveles superiores a U\$S 600 de mediados de mayo debido al fuerte aumento de las ventas de Brasil y las perspectivas climáticas muy favorables en los EE.UU.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina. Las restricciones a la circulación de personas han desacelerado transitoriamente la inflación y la recuperación económica. No se observan avances en las negociaciones con el FMI, y el Tesoro de EE.UU. sólo parece dispuesto a apoyar a la Argentina si presenta un esquema sólido de política económica que “provea una visión de crecimiento del empleo en el sector privado”.

Suba de precios en EE.UU.: La inflación continuó en alza en mayo, trepando al 5% interanual. La Reserva Federal sostiene que se trata de un fenómeno transitorio, y esta semana decidió mantener la tasa de Fondos Federales sin cambios. El aumento de la inflación no ha aplacado el optimismo por la recuperación económica global, que se refleja en la persistente suba de los precios de acciones y de commodities.

Elecciones en Perú. Pedro Castillo se impuso a Keiko Fujimori por una diferencia mínima. Una vez confirmado definitivamente su triunfo, se espera que intente implementar un conjunto de reformas orientadas hacia una mayor participación del Estado en la economía como eje central, y un referéndum para reformar la Constitución.







LO QUE VIENE











COVID-19. El avance de las vacunaciones y las restricciones parciales a la circulación de personas podrían acentuar la baja de contagios y muertes de los últimos días. En principio todo indicaría el inicio de un escenario más aliviado al menos hasta fines de julio.

Economía en “modo campaña”. El rigor fiscal y monetario se espera que se empiece a revertir ante la cercanía de las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) en septiembre próximo. La caída del precio de la soja preanuncia una significativa baja de los ingresos fiscales por derechos de exportación para los próximos meses

Europea frente al COVID. La Comunidad Europea aprobó el acceso de los gobiernos de España, Portugal y Grecia al programa de préstamos Next Generation EU (€ 800.000 M) para reactivar la economía europea y crear oportunidades laborales después de la pandemia. Se espera que el próximo beneficiario sea el gobierno de Italia.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE MAYO DE 2021

		2021				Tendencia
		Febrero	Marzo	Abril	Mayo	hasta abril
IPC Var. % mensual		3,6%	4,8%	4,1%	3,3%	
IPC Var. % interanual		40,7%	42,6%	46,3%	48,8%	
Industria % uso capacidad instalada		58,4%	57,2%	64,5%	s.d.	

		2021				Tendencia
		Febrero	Marzo	Abril	Mayo	hasta abril
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		1.511	1.589	1.551	1.508	Estable
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes		89,8	91,9	93,6	94,7	
IVA DGI Recaudación Mensual var. % interanual		1,4%	5,0%	88,0%	-8,1%	
Depósitos en pesos Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		3,0%	3,5%	2,8%	3,5%	
Depósitos en dólares Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		- 0,6%	1,2%	0,8%	0,8%	

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC NACIONAL	INDEC	Mayo 2021	Var. % mensual	3,3%	4,1%	
				Var.% interanual	48,8%	46,3%	
	IPC G.B.A		Mayo 2021	Var. % mensual	3,4%	4,1%	
				Var.% interanual	46,8%	44,2%	
	IPC C.A.B.A	Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Mayo 2021	Var. % mensual	3,6%	4,0%	
				Var.% interanual	41,4%	37,8%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Marzo 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-14,4%	-32,5%	
	Ventas en Supermercados		Marzo 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-4,3%	-1,1%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Mayo 2021	Var.%interanual	4,6%	629,5%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Marzo 2021	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-0,2%	-1,0%	
				Var.% interanual	11,4%	-2,6%	
	PBI		4° trim. 2020	Var. % oct-dic '20 vs oct-dic '19	-4,3%	-10,2%	
Actividad Industrial	IPI Manufacturero	INDEC	Abril 2021	Var.% interanual	55,9%	32,8%	
	Uso capacidad instalada		Abril 2021	% uso capacidad instalada	63,5%	64,5%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Abril 2021	Var.% interanual	321,3%	97,6%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Mayo 2021	Var % mensual	-8,1%	3,7%	
				Var. interanual	69,3%	95,4%	
	Var % mensual			2,1%	5,1%		
	Var. interanual			70,2%	68,1%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	2,3%	15,5%	
				Var. interanual	67,1%	94,5%	

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Abril 2021	Nivel (US\$ M)	6.143	5.720	
				Var. % interanual	41,3%	30,5%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	4.673	5.320	
				Var. % interanual	61,5%	68,7%	
Saldo balanza comercial			Nivel (US\$ M)	1.470	400		

PANORAMA DE ARGENTINA

ARGENTINA: SIN CAMBIOS A LA VISTA

Héctor Rubini

Las restricciones a la circulación de personas han desacelerado transitoriamente la inflación y la recuperación económica. No se observan avances en las negociaciones con el FMI, y el Tesoro de EE.UU. sólo parece dispuesto a apoyar a la Argentina si presenta un esquema sólido de política económica que “provea una visión de crecimiento del empleo en el sector privado”.

1. Cuando “la política” agrava los problemas

El intervencionismo estatal en la economía se mantiene sin cambios y el resultado neto sigue percibiéndose como inequívocamente negativo (salvo para las autoridades). Si bien hay cierta reducción del ritmo de contagios, se está todavía en el peor momento de la pandemia, con varios aspectos desaciertos que se mantienen de manera permanente:

- Los confinamientos de máximo rigor no debían durar más que lo inicialmente anunciado, y la salida debía hacerse de manera gradual, programada y con una estrategia comunicacional con foco en educar para convivir con una gimnasia de flexibilidad y confinamientos transitorios, no en simplemente asustar a la población.
- La contratación de vacunas no parece priorizar el acceso a la mayor variedad y cantidad de vacunas, sino alineamientos con gobiernos autoritarios que van generando sospechas de todo tipo.
- Prevenir la crisis del sistema sanitario actual requiere no sólo la vacunación masiva, sino el testeo generalizado de la población para evolucionar hacia el confinamiento exclusivo de portadores con o sin síntomas de COVID-19 en lugar de restringir la movilidad de toda la población.
- Las restricciones y sus liberaciones siguen siendo ineficientes. Continúa la permisividad para movilizaciones y ferias callejeras, concentración de pasajeros de trenes en espacios restringidos y actos políticos de funcionarios que se muestran públicamente sin barbijos y sin guardar distancia social.
- La aplicación exclusiva de vacunas en vacunatorios oficiales, sin participación de establecimientos de salud ni de farmacias ha limitado la lenta velocidad de vacunación. Esto favorece los contagios, la difusión de las nuevas cepas, y en caso de una relativa escasez de vacunas, un nuevo escenario crítico a pocos días de las elecciones primarias obligatorias del próximo 12 de septiembre.
 - No se ha terminado de aclarar el “affaire Pfizer”. Tampoco por qué a través del mecanismo COVAX se optó por comprar un stock de vacunas para el 10% de la población de nuestro país y no para el 50%. Obsérvese que cada dosis de la vacuna del laboratorio chino Sinopharm costó U\$S 20, la de la Sputnik V del laboratorio ruso Gamaleya U\$S 9,95, y las de Oxford AstraZeneca U\$S 4. No se termina de entender cierta argumentación de “conveniencia económica” cuando se descartó ampliar la compra de dosis vía COVAX para el potencial acceso a la vacuna a 18 millones de personas, con un costo fiscal más bajo. Mientras tanto, varias de las variantes más conocidas y peligrosas del virus ya están en nuestro país

CUADRO 1. VARIANTES DE COVID-19 EN ARGENTINA DETECTADAS EN 2020

1.a. Variantes de “preocupación” (las más peligrosas) según la OMS

Variantes	País donde se descubrieron los primeros casos	Nombre popular	Nuevo nombre (OMS)	Peligrosidad	Cantidad de países con casos	¿Detectada en Argentina?	¿Circula o ha circulado en Argentina?
B.1.1.7	Gran Bretaña	Cepa o variante británica o "de Kent"	Alfa ("α")	Mayor carga viral (50%) que el virus original de Wuhan y más contagiosidad.	80	Sí	Sí
B.1.351	Sudáfrica	Cepa o variante sudafricana	Beta ("β")	Mayor carga viral (50%) que el original de Wuhan. Menos mortal que la británica. Afecta a los anticuerpos y elude a los formados por contagiados y vacunados.	42	Sí	No
P.1	Brasil	Cepa o variante de Manaus	Gamma ("γ")	Alta carga viral. Más contagiosa, también elude anticuerpos formados por quienes ya tuvieron COVID-19.	64 (50 más que a fines de abril)	Sí	Sí
B.1.617.2	India	Cepa o variante de la India	Delta ("δ")	50%-60% más contagiosa que la británica. Provoca mucomicosis (hongo negro) en pacientes tratados con esteroides. Vacunas algo efectivas contra esta variante: las de Pfizer y Oxford-AstraZeneca.	62	Sí	No

1.b. Variantes de “interés” (algo menos peligrosas) según la OMS

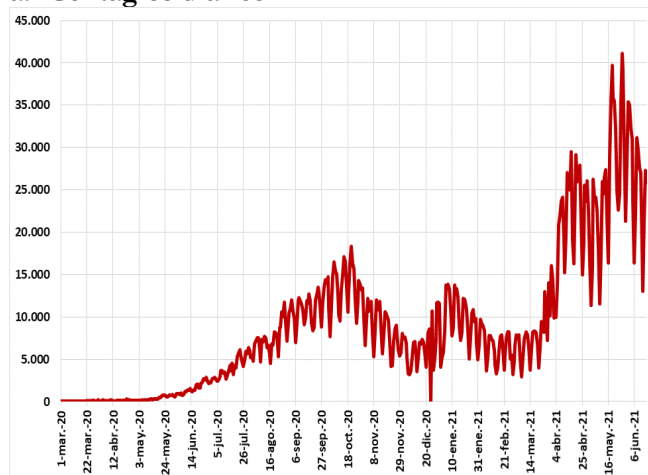
P.2	Brasil	Cepa o variante de Río de Janeiro	Zeta ("ζ")	Elude terapias con anticuerpos de quienes tuvieron la enfermedad y de vacunas. Menos mortalidad en pacientes jóvenes que la de Manaus, pero más contagiosa.	49	Sí	Sí
B.1.427	EE.UU.	Cepa o variante de California	Épsilon ("ε")	20% más contagiosa que el virus original de Wuhan. En principio controlable por casi todas las vacunas conocidas.	24	Sí	Sí
B.1.429	EE.UU.		Sí			Sí	
B.1.526	EE.UU.	Cepa o variante de Nueva York	Iota ("ι")	Aparece bajo dos formas. Una elude a los anticuerpos, y otra se "adhiera" más fácilmente a las células humanas	40	Sí	Sí
B.1.617.1	India	Cepa o variante de la India	Kappa ("κ")	50%-60% más contagiosa que la británica. Provoca mucomicosis (hongo negro) en pacientes tratados con esteroides. Vacunas algo efectivas contra esta variante: las de Pfizer y Oxford-AstraZéneca.	62	Sí	No
C.37	Perú	Cepa o variante andina	Lambda ("λ")	20% más contagiosa que la de Wuhan. Vacunas más efectivas (por ahora) contra esta variante: Sinopharm y Pfizer.	29	Sí	Sí

Fuente: elaboración propia en base a información del Ministerio de Salud, OMS y US Dept for Health and Human Services.

El Gobierno Nacional sigue mostrando una marcada improvisación, privilegiando una estrategia comunicacional focalizada en confrontar con el gobierno de la Ciudad de Buenos Aires. Al aflojamiento actual de las restricciones impuestas desde abril, seguirán futuros cierres de actividad cuando se repitan nuevas olas de contagios y el sistema de salud vuelva a estar en un escenario de colapso. La llamada “segunda” ola (en realidad es una tercera ola) de contagios, parece iniciar una etapa de declinación más rápida de contagios que de las muertes por este mal:

GRÁFICO 1: CONTAGIOS DIARIOS POR COVID-19 EN ARGENTINA

a. Contagios diarios



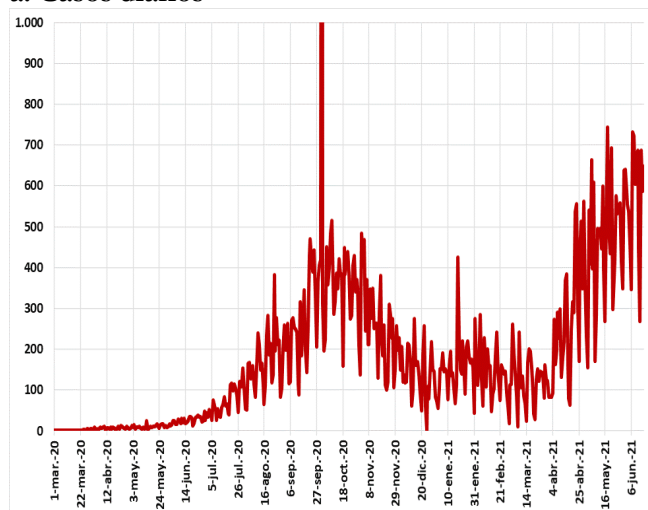
b. Promedio móvil 7 días



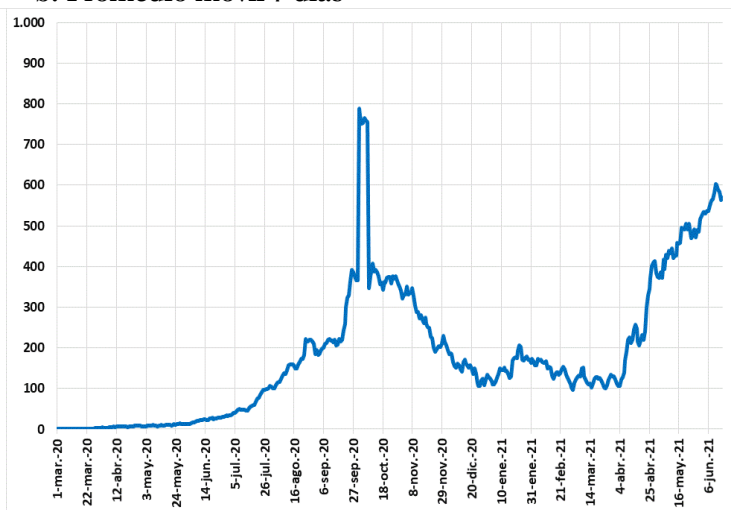
Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Salud.

GRÁFICO 2: FALLECIMIENTOS DIARIOS POR COVID-19 EN ARGENTINA

a. Casos diarios



b. Promedio móvil 7 días



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

La pandemia seguirá siendo al menos hasta la primera mitad del año próximo una restricción efectiva para la actividad económica y la evolución del empleo y de la reversión o no del severo proceso de empobrecimiento en el que se ha hundido ya prácticamente la mitad de la población. A esto se suman las restricciones de política donde se observa un claro avance del kirchnerismo duro, del Instituto Patria, que siguiendo a la vicepresidente se perfila cada vez más activo y disconforme con el desempeño del Poder Ejecutivo.

El objetivo sigue siendo el mismo: lograr la exoneración de la vicepresidente y de varios otros ex funcionarios de la variedad de causas judiciales en curso, pero de lento avance, en particular en los últimos dos años. Hacia el mediano plazo se perfila la intención de consolidar un orden socio-económico con dos ejes bien visibles: **a) subordinar al Poder Ejecutivo a los demás poderes, y b) debilitar las instituciones del capitalismo, básicamente la propiedad privada y los mecanismos de mercado.** Los resultados que se observan en otros países son redistribuciones populistas de ingresos y riqueza inflacionarias y conflictivas, y diversas formas de corrupción y de captura de agencias de gobierno por grupos de interés. La experiencia del último medio siglo es más que convincente, tanto en nuestra región como en otros continentes: **cuando todo lo controla el Estado, la probabilidad de grandes errores de política aumenta exponencialmente.**

En ese sentido cierta inquietud ha generado una ordenanza de la municipalidad de Avellaneda que para tierras “ociosas” establece una escala progresiva de aumentos de impuestos y finalmente su expropiación si al cabo de 8 años los dueños no edifican. Una norma que probablemente enfrente cuestionamientos judiciales, si bien algunas normas análogas de otros municipios bonaerenses. Esto no indica per se mucho, pero emerge junto a una política exterior controversial, ya que se observa a nuestro país en varios foros internacionales alineándose con regímenes autoritarios enfrentados, o bien distanciados de las potencias occidentales, justo cuando deben reestructurarse los pagos al Club del París y al FMI. Con este organismo el Gobierno insiste en que hay buen diálogo y negociaciones. Hasta el presente no se observa ningún avance ni resultado concreto. El Tesoro de EE.UU. recién reaccionó esta semana, aparentemente por gestiones del diputado nacional Sergio Massa, y un funcionario de segunda línea aceptó un diálogo con el Ministro de Economía, planteándole que **“un marco de política económica sólido que permita el crecimiento del empleo privado en la Argentina tendrá el apoyo de los EE.UU. y de la comunidad internacional”.** Un programa de ese tipo es un plan coherente, políticamente factible y sostenible, que requiere varios elementos ausentes en la actual política en curso:

- a) un programa de estabilización,
- b) un programa fiscal que incentive la inversión y el empleo del sector privado (no del sector público),
- c) incentivos concretos para la exportación y para atraer inversores extranjeros,
- d) un tipo de cambio real alto y competitivo,
- e) reformas estructurales hacia una economía de mercado.
- f) proyecciones coherentes y sostenibles de indicadores que muestren una transición creíble de una etapa de estancamiento y ajuste, a otra de crecimiento con baja inflación, solvencia fiscal y creación de empleo formal en el sector privado.

Pero con indicadores sólidos de una transición creíble de una etapa de estancamiento y ajuste, a otra de crecimiento con creación de vacantes laborales sostenibles en el tiempo. Supone un programa económico a ser iniciado por esta gestión, y a ser continuado y concluido por uno o dos presidentes de la Nación subsiguientes. Algo que los políticos, en general nunca están dispuestos a hacer, sobre todo cuando entienden que su fortaleza política se sostiene en la destrucción de toda oposición a la vista.

En lo externo es un serio error, y lo sigue siendo, distanciarse de EE.UU. y “proteger” al régimen dictatorial de Nicolás Maduro. También lo han sido las lamentables afirmaciones del Presidente sobre el origen de argentinos, y también de los habitantes de México y Brasil, lo cual ha generado una innecesaria incomodidad e irritación en esos países con el gobierno argentino, así como la felicitación anticipada Pedro Castillo no habiendo terminado el escrutinio en las elecciones de Perú, y la abstención en la OEA en la votación mayoritariamente condenatoria a la persecución a opositores en ese país. **Y a esto se suma la grieta en Mercosur: la reunión de cancilleres prevista para el 15 de junio debió cancelarse por el profundo desacuerdo entre el gobierno argentino y los de Brasil y Uruguay sobre la baja al Arancel Externo Común y cierta flexibilización del bloque.**

En el plano interno, el ministro de Economía quedó debilitado luego de la imposibilidad de remover a un dirigente del kirchnerismo duro de la Secretaría de Energía, pero silenciosamente viene revirtiendo el expansionismo fiscal y monetario del año pasado. Si bien al asumir sostuvo que nunca aplicaría un ajuste fiscal en una recesión, lo está haciendo y acompañado desde el BCRA con una marcada prudencia monetaria.

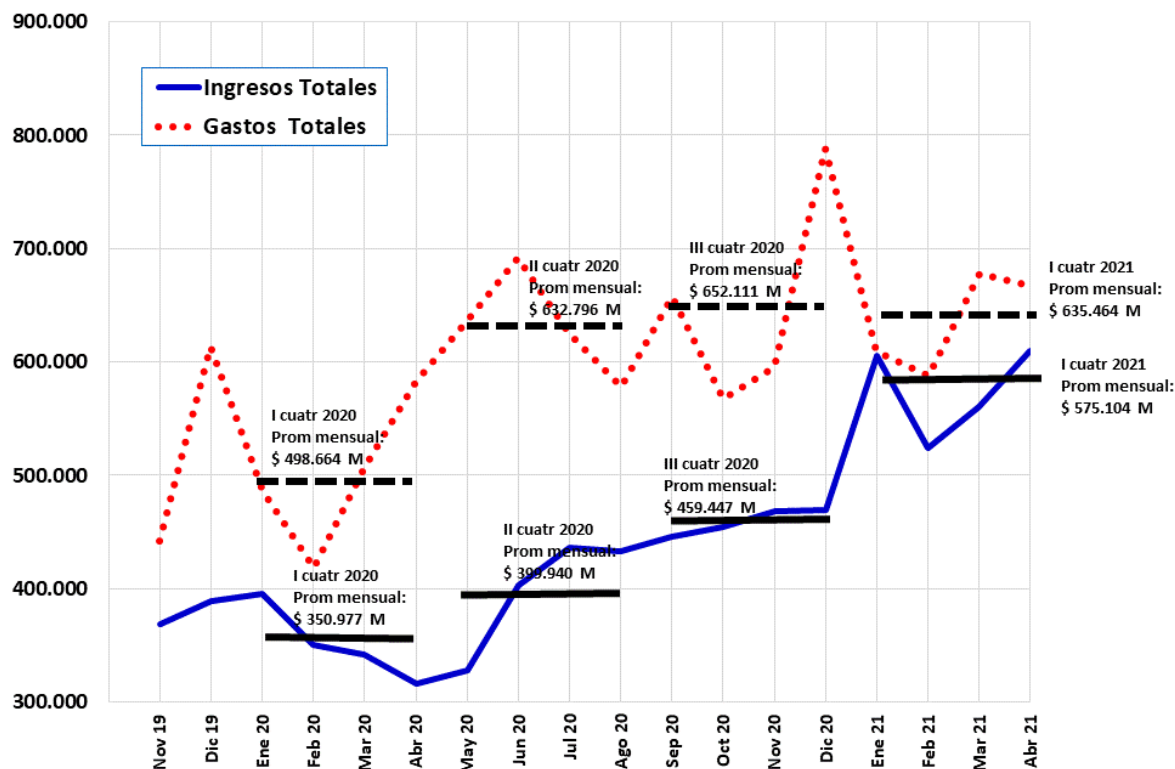
CUADRO 2. EL AJUSTE FISCAL EN CURSO (EN MILLONES DE PESOS)

Mes	Ingresos		Gastos		Ingresos Totales	Gastos Totales	Resultado fiscal base caja	Cuatr.	Ingresos Totales	Gastos Totales	Res. Base Caja Acum.
	Corrientes	De capital	Corrientes	De capital							
Nov 19	367.872,0	1.031,0	423.578,4	18.990,8	368.903,0	442.569,2	-73.666,2				
Dic 19	386.630,6	1.941,8	596.222,1	17.753,1	388.572,4	613.975,2	-225.402,8				
Ene 20	395.025,2	199,6	474.561,9	11.481,0	395.224,8	486.042,9	-90.818,1				
Feb 20	343.868,7	7.046,1	405.335,6	13.156,9	350.914,8	418.492,5	-67.577,7				
Mar 20	333.258,2	8.260,2	491.223,1	16.600,3	341.518,4	507.823,4	-166.305,0				
Abr 20	306.728,1	9.520,6	558.653,7	23.644,5	316.248,7	582.298,2	-266.049,5	I 20	1.403.906,7	1.994.657,0	-590.750,3
May 20	319.661,9	8.458,6	610.948,4	25.391,2	328.120,5	636.339,6	-308.219,1				
Jun 20	388.834,1	14.064,9	675.804,3	15.659,9	402.899,0	691.464,2	-288.565,2				
Jul 20	426.924,8	9.281,8	598.263,7	27.032,3	436.206,6	625.296,0	-189.089,4				
Ago 20	423.710,4	8.822,8	557.544,6	20.540,6	432.533,2	578.085,2	-145.552,0	III 20	1.599.759,3	2.531.185,0	-931.425,7
Sep 20	435.166,7	10.457,9	623.362,6	34.282,2	445.624,6	657.644,8	-212.020,2				
Oct 20	444.934,3	9.391,7	547.856,3	19.165,7	454.326,0	567.022,0	-112.696,0				
Nov 20	460.179,9	8.271,8	568.565,5	26.915,5	468.451,7	595.481,0	-127.029,3				
Dic 20	467.652,8	1.733,3	742.538,9	45.756,2	469.386,1	788.295,1	-318.909,0	IV 20	1.837.788,4	2.608.442,9	-770.654,5
Ene 21	603.964,8	1.795,8	575.134,0	33.656,9	605.760,6	608.790,9	-3.030,3				
Feb 21	523.892,6	4,5	555.350,6	32.863,0	523.897,1	588.213,6	-64.316,5				
Mar 21	560.570,4	5,8	637.397,6	40.239,3	560.576,2	677.636,9	-117.060,7				
Abr 21	609.398,9	783,1	619.424,3	47.789,9	610.182,0	667.214,2	-57.032,2	I 21	2.300.415,9	2.541.855,6	-241.439,7

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

Los números indican que se está en presencia de un ajuste fiscal iniciado en el 3er cuatrimestre de 2020. Los ingresos fiscales mensuales pasaron de algo menos de \$ 400.000 M entre mayo y agosto del año pasado a \$ 575.204 M en los primeros 4 meses de este año

GRÁFICO 3. EL AJUSTE FISCAL (MILLONES DE PESOS)



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

Si bien la base de comparación es de baja recaudación, **los ingresos fiscales mensuales promedio del período enero-mayo de 2020 muestran incrementos significativos respecto de igual período del año pasado:**

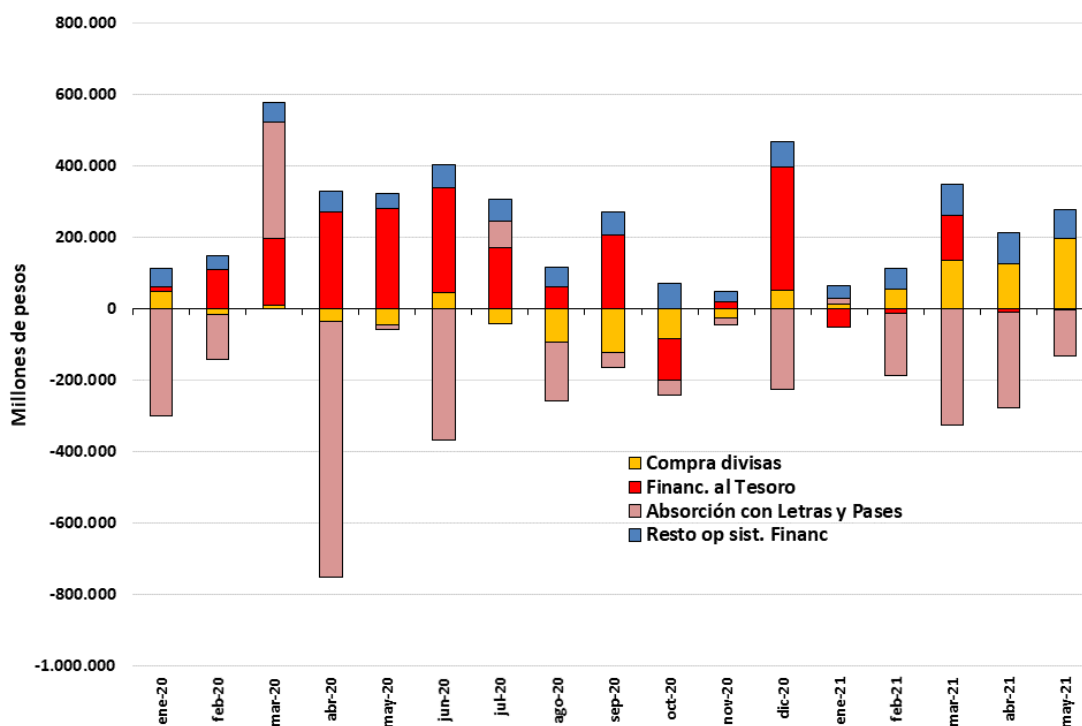
Ene-mayo 2021 vs ene-mayo 2020

Var% i.a. recaud. mensual promedio

a) Impuesto a los Bienes Personales:	+ 238,1%
b) Derechos de Exportación:	+ 203,9%
c) Impuestos Internos Coparticipados:	+118,4%
d) Ganancias Aduana:	+103,5%
e) IVA Aduana:	+ 99,1%
f) Derechos de Importación	+ 89,8%
g) Imp. a Combustibles (sin naftas):	+ 89,3%
h) Ganancias DGI	+ 62,2%
i) Créd. y Déb. en Cta. Cte.	+ 54,5%
j) IVA DGI:	+ 51,2%

La emisión monetaria hacia el sector público se ha reducido casi a cero en los últimos dos meses, lo que muestra que más allá de la retórica electoral de corte populista, se está instrumentando un ajuste fiscal y monetario antes de una franca recuperación de la actividad y el empleo en el sector privado.

GRÁFICO 4. EL AJUSTE DE LA EMISIÓN HACIA EL TESORO (MILLONES DE PESOS)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

El financiamiento sigue proviniendo de la colocación de letras internas, pero con eventuales riesgos a futuro. Las elecciones primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias (PASO) se celebrarán el 12 de septiembre y las elecciones legislativas el 14 de noviembre.

El sesgo contractivo de la política fiscal indefectiblemente se aflojará a partir de agosto, lo que llevará el déficit fiscal promedio mensual de los \$ 60.360 M del primer cuatrimestre a poco más de \$ 88.500 M mensual para todo el año, también impulsado por pagos al FMI para el resto del año. Esto implicará, de todas formas, un déficit fiscal algo superior al 4% para este año, un formidable ajuste fiscal que reducirá (y saliendo de una dura recesión), que igualmente requiere financiamiento en pesos. El ala dura requiere “colocar” los Derechos Especiales de Giro (U\$S 4.600 M) que giraría el FMI

en pocas semanas más. Lo más probable es su uso para pagos al FMI o parcialmente al Club de París, pero será muy fuerte la presión para también emitir dinero contra ese aumento transitorio de reservas internacionales sólo aplicable para pagos a gobiernos, bancos centrales o a organismos multilaterales.

Ante la recepción de los DEG, si se emite dinero puede luego absorberse vía colocación de Letras del BCRA y pases. Pero además el BCRA emitió la Com. "A" 7290 que permite a los bancos a que sustituyan los encajes integrados por LELIQ (a 28 días) por títulos de deuda del Tesoro de plazo no inferior a 180 días. Esto parece reflejar una decisión anticipatoria frente a futuras dificultades para renovar deuda interna y colocar nuevos títulos sin inducir fuertes subas de las tasas de interés. La integración de encajes vía compra de letras del Tesoro provee un complemento, marginal que no cambia mucho, pero que podría abrir la puerta a la colocación compulsiva a futuro, lo cual ya ha sido ensayado en los años '80, y no con buen final. Por ahora esto no aumenta el riesgo sistémico de manera inmediata. Es claro que en una emergencia el Estado tiene siempre la capacidad de defaultear toda la deuda interna, sea emitida por el Tesoro o por la autoridad monetaria. Y de hecho, el Plan Bonex fue un evento de default de la deuda interna del BCRA que afectó a la economía durante todo 1990, pero también es cierto que no cayó ninguna entidad financiera.

En suma, la situación se perfila con pocos cambios a futuro. La estrategia oficial es no moverse mucho más allá de los ejes actuales, tratando de controlar el tipo de cambio con los controles cambiarios actuales, y **de "anclar" la inflación con el tipo de cambio, las tarifas públicas, y los salarios, ajustando pasivamente la emisión monetaria a las necesidades fiscales. Qué ocurrirá después de diciembre de este año, es imposible saberlo, pero el riesgo de una escapada del dólar y de la inflación aumentará.** Si habrá o no algún cambio estructural, y en qué sentido, es algo que también se tendrá en claro después de las elecciones de noviembre, y esperando que no se complique la estrategia oficial para controlar la pandemia en curso. Algo que no está para nada asegurado, dada la marcada improvisación y politización con que se ha encarado una pandemia que en nuestro país ya se ha cobrado más de 87.200 víctimas fatales.

PANORAMA INTERNACIONAL

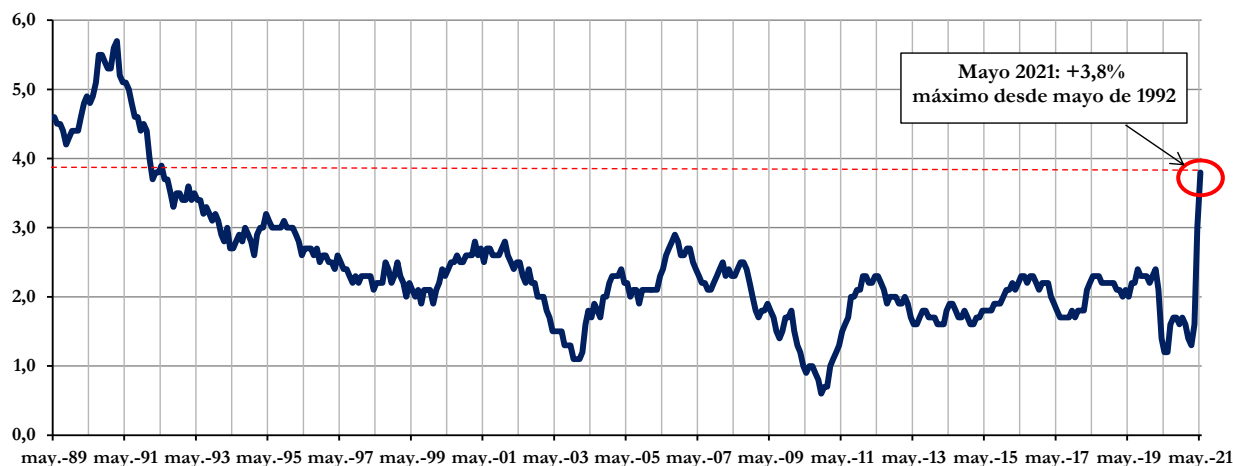
LA INFLACIÓN NO APLACA EL OPTIMISMO

Jorge Viñas

En EE.UU., la inflación continuó en alza en mayo, trepando al 5% interanual. La Fed mantiene la premisa de que se trata de un fenómeno transitorio, por lo que no se esperan cambios en la política monetaria en el corto plazo. El aumento de la inflación no ha aplacado el optimismo por la recuperación económica global, que se refleja en la persistente suba de los precios de acciones y de commodities.

El dato de inflación de mayo en EE.UU. volvió a sorprender al alza, acelerándose al 5,0% interanual respecto al 4,2% registrado en abril (la expectativa de consenso según Bloomberg era 4,7%). Más llamativo aún resulta la suba de la inflación subyacente de 3,0% en abril a 3,8% en mayo, el ritmo más elevado desde 1992:

GRÁFICO 5. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE – VARIACIÓN INTERANUAL (%)



Fuente: Bloomberg

La comparación interanual sigue influenciada por la baja base de comparación de los peores meses de la pandemia en 2020. Pero la inflación mensual también se mantuvo alta en mayo: +0,6% a nivel agregado y +0,7% a nivel subyacente. En particular, la inflación subyacente acumulada en los primeros 5 meses de 2021 asciende a 5,2%, muy elevada para los estándares estadounidenses de los últimos 40 años. Existen múltiples factores para este comportamiento fuera de lo normal, desde interrupciones de oferta y cuellos de botella en las líneas de producción global de bienes (por ejemplo, la escasez de microchips que está afectando a muchas industrias como la automotriz), hasta la rápida recomposición de precios en los sectores de servicios que están recién ahora volviendo a la normalidad (como los pasajes de avión y las tarifas de hoteles).

El nuevo salto de la inflación reaviva el debate sobre el carácter transitorio o permanente de la aceleración inflacionaria. Uno de los aspectos centrales de dicho debate involucra al comportamiento del mercado laboral, debido a las presiones salariales que se vienen evidenciando a medida que avanza la reapertura de la economía

El reporte de empleo de mayo volvió a registrar una creación neta de nuevos empleos inferior a lo esperado: +559.000 vs +675.000 estimado por el consenso de Bloomberg, restando recuperar todavía 7,6 millones de empleos para volver al nivel pre-pandemia. Esto puede ser interpretado como que existe un amplio exceso de capacidad en la economía, lo que impediría que la inflación se torne persistente. Sin embargo, la tasa de desempleo bajó de 6,1% en abril a 5,8% en mayo, nuevo mínimo de la recuperación en marcha, mientras que los ingresos salariales promedio por hora aumentaron 0,5% en mayo, tras haber aumentado 0,7% en abril.

En parte, esto se explica por el comportamiento de la oferta laboral: la tasa de participación bajó en mayo a 61,6% de 61,7% en abril, lejos del 63,4% que alcanzó antes de la pandemia. La discusión se centra en si la caída en la tasa de participación es transitoria y se revertirá con la normalización post-pandemia, o si tiene un componente más estructural.

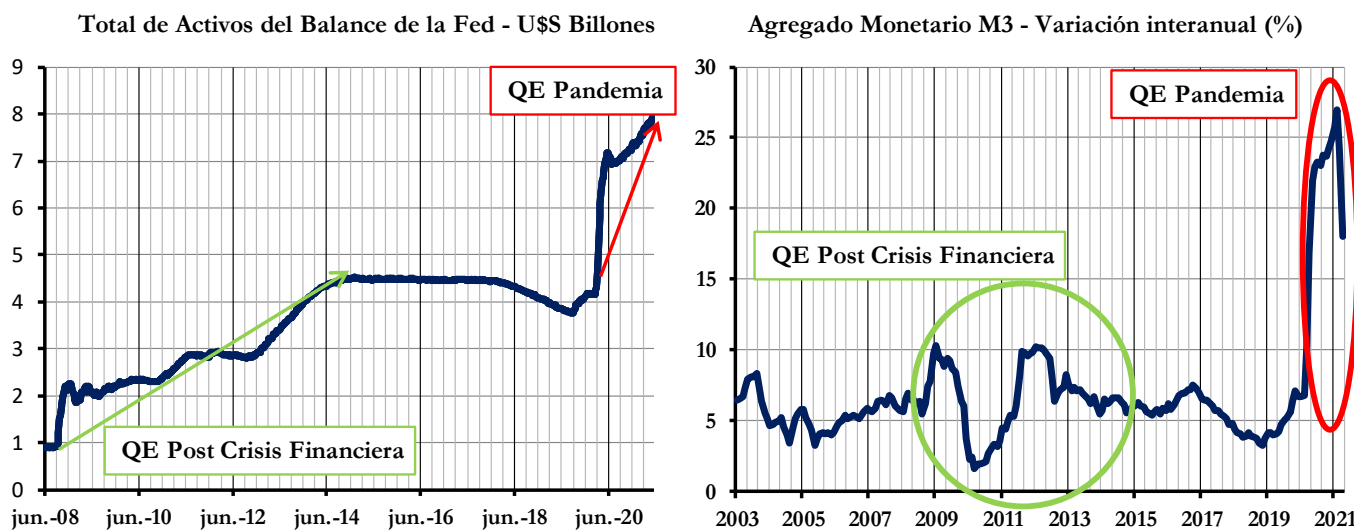
Los que sostienen que es transitoria argumentan que **en la medida que el avance de la vacunación reduzca los temores al contagio, se complete el retorno pleno de la presencialidad escolar, y que, por otra parte, se extingan los beneficios extraordinarios por desempleo en los próximos meses, mucha gente que se ha mantenido fuera de la fuerza laboral durante el último año retornará a la búsqueda activa de empleo,** lo que desactivará las recientes presiones salariales. Los escépticos cuestionan si la pandemia no ha provocado cambios de costumbres y preferencias permanentes, que obligaría a las empresas a ofrecer niveles salariales más elevados que antes de la pandemia para atraer nuevamente a los que abandonaron el mercado laboral.

Otro aspecto clave del debate involucra **la fuerte expansión monetaria que ha ejecutado la Fed desde inicios de la pandemia.** Debido a la masiva compra de títulos públicos, hipotecarios y de deuda privada, realizada en su mayor parte en los primeros meses de la pandemia pero que continúa a un ritmo de U\$S 120.000 millones por mes, **el total de activos del balance de la Fed pasó de U\$S 4,16 billones en febrero de 2020 a U\$S 7,9 billones a fines de mayo de 2021, un aumento de U\$S 3,74 billones (+90%), equivalente a 17% del PIB** (véase el panel izquierdo del gráfico 6).

Los que argumentan que semejante expansión monetaria no se traducirá en un aumento sostenido de la inflación, se basan en la única experiencia histórica relevante, conformada por las sucesivas rondas de QE que llevó a cabo la Fed tras la crisis financiera internacional entre septiembre de 2008 y fines de 2014. En ese lapso, el total de activos del balance de la Fed pasó de U\$S 900.000 millones a 4,5 trillones, un aumento absoluto de U\$S 3,6 billones, similar al actual pero mucho más fuerte en términos de tasa de crecimiento (+400%) y algo mayor en términos de PIB (19,5%). En dicho período, la expansión monetaria no tuvo impacto alguno en términos de aceleración inflacionaria, habiendo sido muy útil para contrarrestar el riesgo de deflación, por lo que tampoco habría que esperar que la actual expansión monetaria genere mayor inflación.

Sin embargo, hay algunas diferencias importantes en el proceso actual respecto a la experiencia posterior a la crisis financiera internacional. La primera y más evidente es que la expansión actual se concentró en un período mucho más corto: lleva 15 meses frente a más de 6 años que se extendió el período expansivo anterior. La segunda, quizás más importante, es que entre 2008 y 2015 la mayor parte del aumento de los activos de la Fed no se tradujo en un aumento de la oferta monetaria, ya que quedó retenida en los bancos en forma de aumento de reservas para recomponer los niveles de liquidez y solvencia severamente afectados por la crisis de 2008-2009. En cambio, **la expansión actual ha impulsado un fuerte salto en el ritmo de crecimiento del M3, el agregado monetario más amplio, que tocó un pico de +27% interanual en febrero y en abril todavía registró +18% interanual, muy elevado en términos históricos** (véase el panel derecho del gráfico 6)

GRÁFICO 6. EE.UU. BALANCE DE LA FED Y AGREGADOS MONETARIOS



Fuente: Bloomberg

La diferencia se explica tanto por el hecho de que al comienzo de la pandemia los bancos se encontraban saneados, sin necesidad de acumular reservas excedentes, como por el hecho de que en esta ocasión parte de la inyección monetaria de la Fed no se realizó a través de los bancos sino directamente a los sectores y empresas más castigados por la pandemia. La consecuencia es que el riesgo de que el incremento sostenido de la oferta de dinero supere a la demanda y se traduzca en un aumento de la inflación, parece más tangible en la actualidad, especialmente si la recuperación económica sigue su marcha y la pandemia empieza a quedar definitivamente atrás.

Por el momento, **la Fed continúa adhiriendo a la tesis del carácter transitorio del aumento de la inflación** y seguirá focalizada en el hecho de que todavía queda mucho terreno por recuperar, especialmente en materia de empleo, antes de empezar a retirar los estímulos monetarios. Sin embargo, en las minutas de la reunión de política monetaria de fines de abril, **por primera vez se hizo mención al “tapering”**, el proceso de reducción gradual de compras mensuales de títulos para desactivar la gran emisión previa o *Quantitative Easing* (QE)¹.

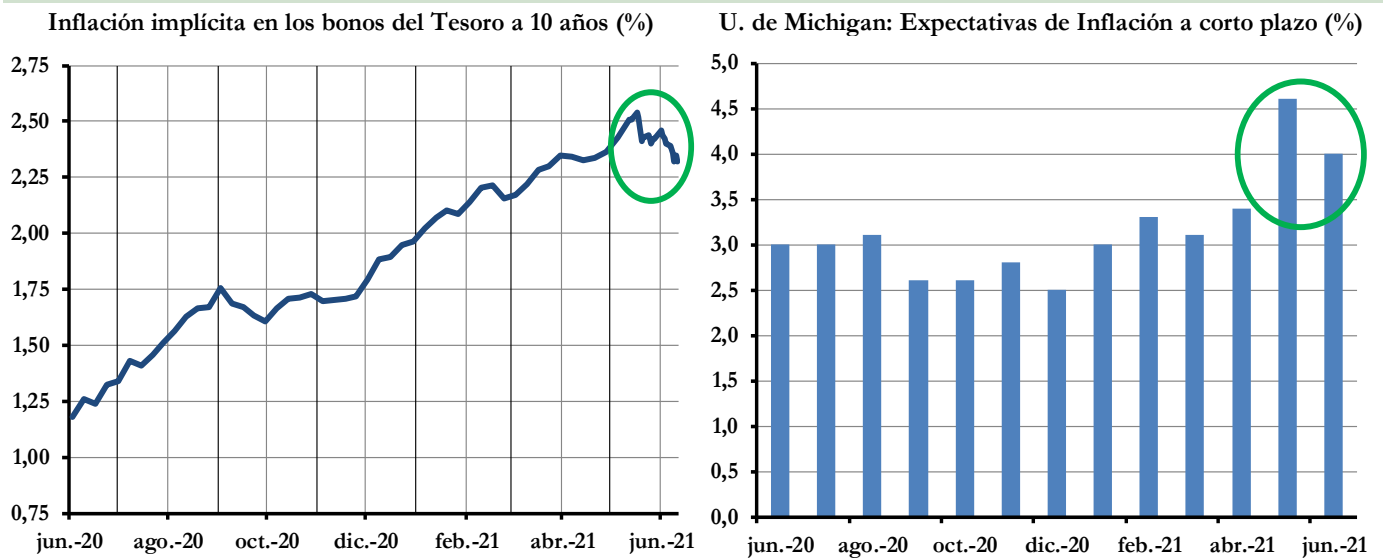
La mención fue sorpresiva pero muy tenue, referida a que “algunos miembros” del comité consideraban prudente empezar a discutir el tema. Es probable que la discusión cobre mayor relevancia en los próximos meses, especialmente si se sostiene la recuperación económica y la inflación no da señales de aflojar. Pero las expectativas prevalecientes apuntan a que **el “tapering” no comience hasta principios de 2022, como muy temprano, mientras que la tasa de Fed Funds empezaría a subir no antes de 2023**, en línea con las últimas proyecciones de los miembros de la Fed.

Corresponde destacar que **los agentes económicos parecen haberse alineado con el discurso de la Fed respecto al carácter transitorio de la inflación**. Esto se refleja en que tanto **las expectativas inflacionarias** derivadas de la operatoria de los mercados financieros como las relevadas mediante encuestas **han mostrado un descenso en el último mes**, a pesar de que la inflación actual continúa subiendo con fuerza.

La inflación implícita en la valuación de mercado de los bonos del Tesoro a 10 años, medida por el diferencial entre el rendimiento nominal y el rendimiento real, registró un descenso desde un pico de 2,54% a mediados de mayo a 2,32% al 11 de junio. Mientras la encuesta de sentimiento del consumidor que publica mensualmente la Universidad de Michigan, registró una reducción de las expectativas de inflación en el informe preliminar de junio respecto a mayo, tanto a corto plazo (de 4,6% a 4,0%) como a largo plazo (de 3,0% a 2,8%). El comportamiento benigno de las expectativas inflacionarias es clave para reducir el riesgo de que un aumento de la inflación a priori de carácter transitorio adquiera persistencia y se torne más permanente.

¹ El término fue utilizado por primera vez por Ben Bernanke, ex –presidente de la Fed, en un discurso pronunciado el 22 de mayo de 2013, para anticipar la desactivación gradual del programa de QE vigente en aquel momento. Tuvo una repercusión muy negativa en los mercados financieros, con fuerte aumento del rendimiento de los bonos de Tesoro y una caída de precios de los activos de riesgo, que afectó especialmente a los países emergentes que sufrieron una fuerte salida de capitales, lo que se denominó “taper-tantrum”.

GRÁFICO 7. EE.UU. EVOLUCIÓN DE EXPECTATIVAS INFLACIONARIAS EN EL ÚLTIMO AÑO

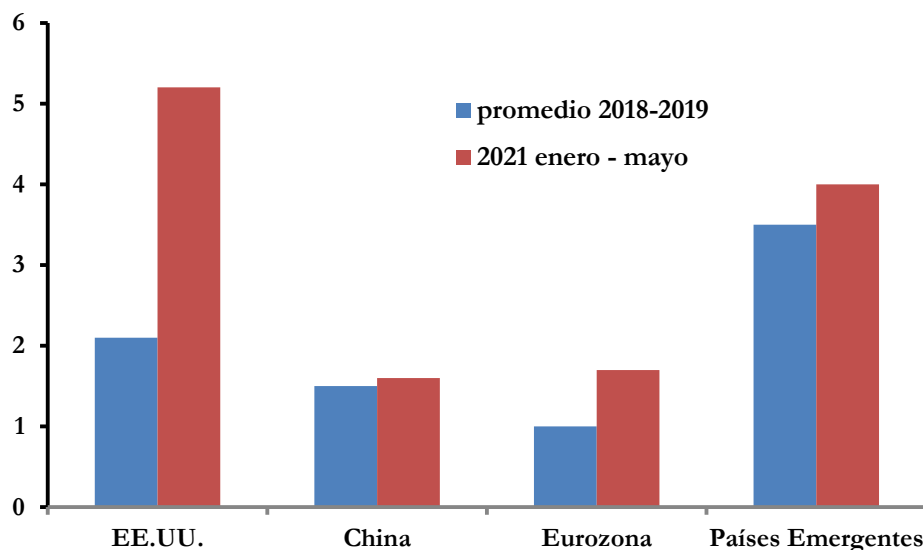


Fuente: Bloomberg

El aumento de la inflación no es exclusivo de EE.UU., sino que es un fenómeno que está alcanzando dimensión global. Ha afectado a EE.UU. en primer lugar, y hasta ahora con mayor intensidad, porque se trata de una de las economías que está registrando la recuperación más vigorosa, lo que a su vez está asociado a que ha sido el país que ha aplicado los estímulos monetarios y fiscales más amplios, así como a los rápidos progresos en el programa de vacunación. Pero algunos de los factores que han presionado al alza la inflación en EE.UU. son de carácter global y ya están impactando en la todo el mundo, mientras que otros van llegando al resto de los países a medida que avanza la vacunación y da lugar a una normalización de sus respectivas economías. De esta forma, cada vez son más los países que registran subas en la inflación por encima de las estimaciones de consenso, llevando a revisiones al alza de las proyecciones de inflación para 2021.

En el gráfico 8 se presenta una comparación global del aumento de la inflación subyacente acumulada en lo que va de 2021 respecto al promedio de los últimos dos años previos a la pandemia. En el mismo se puede apreciar que efectivamente la aceleración inflacionaria en EE.UU. es más notoria que en China, la Eurozona y el agregado de países emergentes excluyendo a China, pero en todos los casos la inflación anualizada en los primeros meses de 2021 supera a la del promedio 2018-2019.

GRÁFICO 8. COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE INFLACIÓN SUBYACENTE (% ANUALIZ.)



Fuente: JP Morgan.

En la Eurozona, la inflación minorista de mayo subió a 2,0% interanual, de 1,6% en abril, impulsado principalmente por los aumentos en energía y alimentos. A diferencia de lo que ocurre en EE.UU., la aceleración no se extiende a nivel de la inflación subyacente, que en mayo subió a 0,9% interanual de 0,7% en abril, todavía lejos de la meta de 2% del BCE. Hay que tener en cuenta que el primer trimestre fue malo en términos de nivel de actividad para la región debido a las medidas restrictivas para controlar la segunda ola del Covid, en medio de un lento avance de la vacunación.

Se estima que el consumo interno se derrumbó 10%, especialmente en servicios y ventas minoristas. Pero en el segundo trimestre la situación está mejorando rápidamente, tanto en el progreso de las campañas de vacunación como en la reapertura de la economía, por lo que se estima una fuerte recuperación de la actividad que podría impactar en un repunte más amplio de la inflación en el segundo semestre. El BCE acaba de revisar al alza las proyecciones para 2021 de crecimiento del PIB (de 4,1% a 4,6%), inflación (de 1,5% a 1,9%) y de inflación subyacente (de 1,0% a 1,1%). **Pese a la suba de la inflación, todavía se mantendría por debajo de la meta de 2% hasta 2023, por lo que el BCE anunció que mantendrá el programa de compra de títulos al elevado ritmo mensual reciente (€ 80.000 millones por mes).**

En China, hasta el momento la inflación minorista se ha mantenido acotada, aunque también muestra un sesgo alcista. En mayo se ubicó en el 1,3% interanual, el ritmo más elevado desde septiembre de 2020. Pero las presiones inflacionarias se manifiestan con mayor intensidad a nivel de **los precios mayoristas, que en junio mostraron un incremento interanual del 9,0%, el registro más alto desde el año 2008.** Para frenar la suba de precios mayoristas, el gobierno chino está aplicando una serie de medidas, que van desde incentivar el aumento de la oferta de bienes y presionar a las empresas para que no suban precios, hasta establecer fuertes castigos contra la especulación y el acaparamiento de commodities.

El fortalecimiento del yuan, que desde principios de abril retomó la tendencia de apreciación frente al dólar (acumulando 2% al cierre del 11 de junio en 6,40 yuanes por dólar), también contribuye a moderar las presiones inflacionarias, aunque las autoridades han manifestado expresamente que no han utilizado ni planean utilizar el tipo de cambio como ancla antiinflacionaria. Por otra parte, para evitar un recalentamiento de la economía, que se proyecta que crezca 9% en 2021, y evitar excesos financieros que aumenten el riesgo de una crisis desestabilizadora, las autoridades están adoptando medidas para restringir el crecimiento del crédito agregado. El financiamiento social total (medida amplia de flujo de crédito en la economía china) se desaceleró en mayo al 11% interanual, continuando la tendencia iniciada en el último trimestre de 2020, cuando el gobierno empezó a desactivar los estímulos extraordinarios aplicados para contrarrestar los efectos negativos de la estricta cuarentena aplicada en los primeros meses de la pandemia.

Los países emergentes han quedado relegados respecto a los países desarrollados en términos de recuperación económica. Esto obedece a que las políticas de estímulo han tenido un alcance más limitado, debido a su menor capacidad financiera, y a que los programas de vacunación han exhibido un avance mucho más lento. En particular, muchos países de Asia, entre los que sobresale nítidamente India, y de Latinoamérica se han visto obligados a extender las medidas restrictivas durante el segundo trimestre de 2021 para contener el desborde de la segunda ola y las nuevas cepas del Covid-19, que han demostrado ser más contagiosas que la original. Esto está causando que estos países experimenten una retracción de la actividad económica en el segundo trimestre, postergando las expectativas de recuperación para el segundo semestre del año.

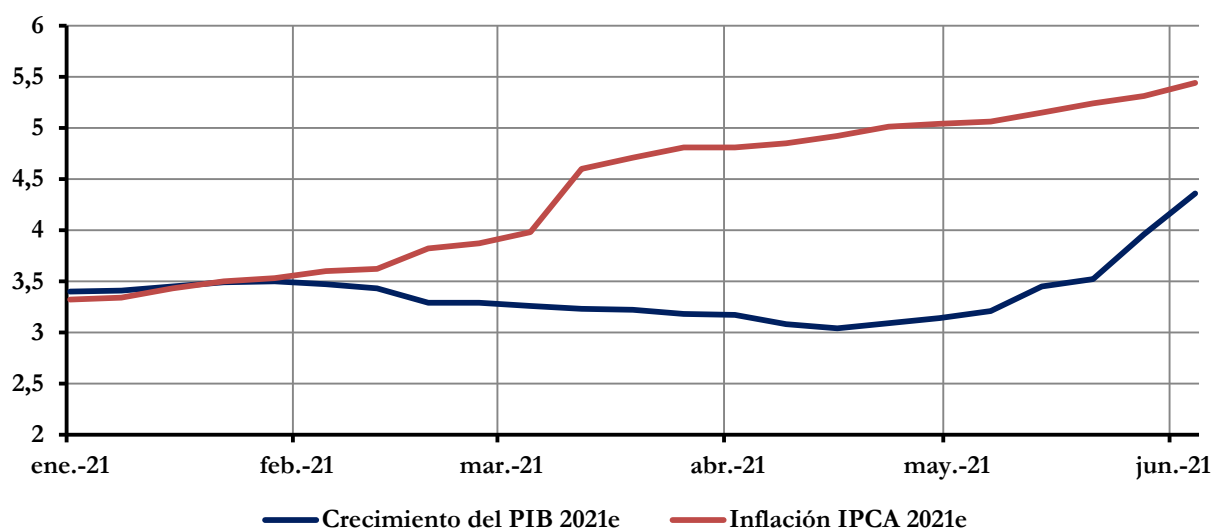
El freno en la recuperación económica no ha sido impedimento para que la mayoría de los países emergentes haya empezado a experimentar un aumento de la inflación en los primeros meses de 2021, lo que se explica por las influencias globales sobre los precios de la energía y los alimentos, así como por el deterioro de los fundamentos macroeconómicos provocado por las políticas expansivas aplicadas en 2020, que en muchos casos derivaron en una depreciación de sus respectivas monedas. Adicionalmente, si en el segundo semestre se concretan las expectativas de normalización de los servicios fuertemente restringidos hasta el momento, de la mano de un progreso más rápido en la vacunación, el reajuste de precios de estas actividades se sumará a las presiones inflacionarias. Por otra parte, los bancos centrales de los países emergentes en general no gozan de la ventaja reputacional con que cuenta la Fed, por lo que se verán obligados a enfrentar la suba de la inflación con un sesgo más restrictivo de la política monetaria. Por ello, la mayoría de los países de este grupo que están registrando revisiones al alza de las estimaciones de inflación para este año, también está evidenciando un aumento en la trayectoria prevista de las tasas de interés hasta fines de 2021.

Un caso particular es el de **Brasil.** Hasta hace pocas semanas atrás, Brasil parecía dirigirse hacia una situación crítica. La segunda ola de la pandemia estaba provocando el colapso del sistema de salud, forzando a nuevas medidas

restrictivas. La pérdida de credibilidad de Bolsonaro le restaba margen de maniobra para aprobar un presupuesto consistente con la sustentabilidad fiscal y al mismo tiempo extender los planes de asistencia por la pandemia. El clima político se enrareció aun más con la rehabilitación de Lula. Sin embargo, las perspectivas empezaron a mejorar rápidamente. En primer lugar, se alcanzó un consenso parlamentario para aprobar un presupuesto que evita desbordes que lleven a una dinámica fiscal insostenible. También se avanzó en algunas reformas impulsadas desde el comienzo del gobierno de Bolsonaro pero que estaban trabadas en el congreso, como la privatización de Electrobras. Luego, se publicó el crecimiento de 4,9% del PIB del primer trimestre del 2021, que resultó mucho mejor a lo esperado. Por último, la intensidad de la pandemia empezó a ceder, dando lugar a una descompresión de la emergencia sanitaria y a una reapertura gradual.

Todo esto redundó en una significativa revisión al alza de las proyecciones de crecimiento del PIB para 2021, de 3% a mediados de abril a 4,4% a principios de junio, así como una reducción en la evolución de la relación deuda / PIB, que desde febrero se ha reducido en más de 3%, a 86,7%. La contrapartida es que la inflación está subiendo en forma acelerada, forzando al Banco Central de Brasil (BCB) a una reversión del proceso de baja de tasas de interés. En efecto, la inflación trepó en mayo al 8,1% interanual, respecto a 6,8% en abril. Las estimaciones de inflación para 2021 se ubican en 5,44%, habiendo subido más de 2% desde principios de año (véase el gráfico 9). El BCB ya ha realizado dos subas de 75 p.b. cada una, llevando la tasa SELIC de 2% a 3,5%. Las estimaciones apuntan a que siga la suba de tasas hasta terminar en 5,75% a fin de año.

GRÁFICO 9. BRASIL: EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN PARA 2021 (%)



Fuente: BCB, Bloomberg

El aumento de la inflación no ha sido impedimento para que continúe observándose un fuerte nivel de optimismo respecto a la recuperación económica global en marcha. Los indicadores de actividad más recientes continúan apuntando a que se sostiene la recuperación pese a los contratiempos generados por las nuevas variantes del coronavirus y el lento ritmo de vacunación en muchos países. Al liderazgo de EE.UU. y China, en el segundo trimestre se le ha sumado el de la Eurozona, tras el freno del primer trimestre. Los planes de vacunación siguen avanzando, con EE.UU. superando el 50% de la población adulta vacunada, mientras que Europa muestra notables progresos en las últimas semanas. También se observan progresos en los países emergentes, donde la vacunación continuará ganando intensidad en los próximos meses de la mano de una mayor disponibilidad de vacunas a nivel global. En línea con este panorama positivo, la encuesta de actividad PMI Global Compuesto alcanzó en mayo un nuevo máximo histórico de 58,4, frente a 56,7 en abril, impulsado por la mejora del PMI Global de Servicios que subió de 57 a 59,4, sobresaliendo la mejora de la Eurozona, cuyo PMI compuesto saltó más de 3 puntos en mayo, de 53,8 a 57,1.

En este contexto, los mercados financieros continúan evolucionando favorablemente, impulsando a los mercados accionarios a nuevos máximos. El S&P 500, el principal índice accionario de EE.UU. cerró el viernes 11 de junio en un nuevo máximo histórico de 4.247 puntos, acumulando una ganancia de 13,8% en lo que va de 2021, y del 41,5% en el último año. También el índice más representativo de acciones de Europa, el Eurostoxx 600, alcanzó un nuevo récord histórico, acumulando en lo que va de 2021 ganancias aún más fuertes que las acciones de EE.UU., +14,6%. Por su parte, el índice de acciones de mercados emergentes todavía se mantiene por debajo del máximo de febrero, pero

igualmente muestra subas del 7% en lo que va del año y del 39% en el último año. El mayor riesgo para la continuidad del optimismo financiero es un cambio antes de lo previsto en la postura de la Fed, como sería un anticipo en los plazos del “*tapering*”, especialmente a la luz de lo que fue el impacto fuertemente negativo sobre los activos de riesgo que tuvo el famoso anuncio del “*tapering*” por parte de Bernanke allá por mediados de 2013.

Los commodities mantienen la tendencia positiva, con el liderazgo del petróleo. El WTI cerró el 11 de junio en U\$S 70,91 por barril, acumulando una suba del 47% en lo que va de 2021. En el caso de los commodities agrícolas, la soja a frenado la suba en el último mes, tras alcanzar U\$S 600 por tonelada, pero igualmente muestra un incremento del 75% en el último año.

La firmeza de los precios de los commodities en general se sostiene en: a) factores de demanda, relacionados con la recuperación de la actividad económica global con la preeminencia de China, b) factores de oferta, relacionados con las interrupciones y demoras en la puesta en marcha de nuevos proyectos ocasionadas por la pandemia, o con condiciones climáticas en el caso de los commodities agrícolas, o con la reducción acordada de la producción entre los miembros de la OPEP y Rusia en el caso del petróleo, y c) la debilidad del dólar, cuya cotización permanece cerca de los mínimos del último año respecto a la canasta de las principales divisas.

La tendencia alcista de los precios de commodities, que ya lleva más de un año tras el derrumbe a principios de la pandemia, ha llevado a algunos a postular un nuevo “superciclo” de materias primas, similar al de la primera década del siglo XXI, impulsado por la demanda generada de China que sostenía un ritmo anual de crecimiento económico de dos dígitos, apuntalado por la producción industrial destinada a exportaciones. La realidad es que dichas condiciones difícilmente vuelvan a cumplirse, ya que China está creciendo a un ritmo más moderado y, principalmente, está cambiando su perfil de crecimiento hacia el desarrollo de la demanda interna y los servicios, que son menos intensivos en commodities que la industria. Por el momento no se advierte un motor de demanda que reemplace a lo que fue China en la primera década del siglo XXI, por lo que, si las condiciones de oferta se normalizan, la tendencia alcista de precios podría empezar a moderarse.

ELECCIONES PRESIDENCIALES EN PERÚ: UN CLARO GIRO A LA IZQUIERDA

Leandro Marcarian

Pedro Castillo se impuso a Keiko Fujimori por una diferencia mínima. Si se confirma el triunfo de Castillo se espera que intente implementar un conjunto de reformas de izquierda, con la participación del Estado en la economía como eje central, y un eventual referéndum para reformar la Constitución.

1. Las elecciones

El candidato de izquierda Pedro Castillo se impuso a su rival, Keiko Fujimori, hija del ex presidente Alberto Fujimori, por apenas 44.000 votos.

La diferencia es mínima, apenas representa el 0,25% de los votos. La situación se asemeja a las elecciones de 2016, cuando Fujimori también perdió por un margen menor, del 0,24%. Es decir, una sociedad que ya venía absolutamente polarizada continuó en la misma tendencia. La diferencia radical con esta elección, es que el candidato que, por ahora, lidera en las proyecciones, llega con una batería de reformas socialistas bajo el brazo, y a través del partido “**Perú Libre**” que confiesa ser abiertamente marxista-leninista, y cuyo líder es el doctor Vladimir Cerrón, el cual recibió su entrenamiento médico en Cuba.

A todo este *cocktail* se le suma que Fujimori no ha aceptado los resultados, y ha pedido anular 800 mesas donde habría ganado Castillo. El pedido de Fujimori no vino solo, sino que fue acompañado de acusaciones de fraude, aunque sin la presentación de pruebas. Toda la presión recae ahora sobre la Oficina Nacional de Procesos Electorales, órgano que deberá tomar la denuncia de Keiko. Desde el equipo de Castillo se acusa a Keiko de generar estas acusaciones para sembrar duda de su legitimidad, limando su poder antes de que asuma. En lo que respecta a la decisión final, el pedido de Fujimori implicaría un retraso de al menos dos semanas más para proclamar oficialmente el nuevo Presidente.

2. *Las propuestas económicas de Castillo*

Para entender las propuestas de Castillo también vale la pena escribir algunas líneas sobre su origen. Pedro Castillo es maestro de primaria de profesión. Nacido en la pobreza, su salto a la fama se dio en 2017 cuando lideró una huelga de maestros de alcance nacional, que duró 75 días. La propuesta de Castillo planea reemplazar el concepto de “economía social de mercado” vigente desde la constitución de 1992, por el de “economía popular con mercados”. El plan de gobierno presentado por el candidato de Perú Libre tiene 17 páginas (el de Keiko 68), lleva de nombre “**Perú al bicentenario, sin corrupción**” y está estructurado en las siguientes temáticas:

- 1- Programa nacional Perú libre de pandemia
- 2- Relanzamiento del empleo y la economía popular
- 3- Inicio del proceso de segunda reforma agraria
- 4- Aporte justo de empresas
- 5- Gas para todos
- 6- Retorno seguro y oportuno a la educación presencial
- 7- Convocatoria a referéndum constituyente con gran diálogo nacional y popular

El giro a la izquierda en la política económica que propone Castillo se puede ver claramente en algunas partes de su plan de gobierno. A la hora de hablar del “Relanzamiento del empleo y la economía popular”, el énfasis está puesto en inversión pública, las compras públicas, los subsidios, la protección a la industria local de la “competencia desleal” de las importaciones y el crédito a través de bancos públicos. No hay una sola mención a la iniciativa privada, a la competencia a través del mercado ni nada que se asemeje a una economía capitalista del siglo XXI. El eje rector del plan de gobierno es el Estado como actor central. Ya sea en la producción, distribución o regulación; Castillo no concibe la idea de una economía libre de mercado.

Con respecto a la reforma agraria, no se habla de una redistribución de tierras, pero el plan deja entrever la concepción y la filosofía que gobierna en la mente de los asesores económicos de Castillo. Esta sección planea la planificación central de la producción agraria, nuevamente con el Estado en un rol mucho más presente, ordenando las prioridades, decisiones y recursos.

Uno de los puntos más controversiales que surgió durante la campaña es la propuesta tributaria. Castillo tiene la intención de aumentar fuertemente el gasto en salud (a raíz de la pandemia) y educación (dado su origen profesional). Vale aclarar que Perú cerró el 2020 con un déficit primario de aproximadamente 6 puntos del PBI. Para financiar el nuevo déficit, se quiere introducir un aumento a los impuestos que pagan las mineras. Perú es el segundo productor mundial de cobre, después de Chile. La intención de Castillo es de llevar dicho tributo al 75%.

Como se mencionó en el Informe Económico Mensual de mayo, los precios de los commodities han experimentado un alza muy importante en los últimos meses, y el presidente electo quiere utilizar dicho suceso como justificación al aumento impositivo. De más está decir que las consecuencias sobre el PBI minero de esta decisión serían catastróficas. El sector extractivo de petróleo, gas y minerales ha significado, en promedio, un 13% del PBI a lo largo de la historia peruana. Un impuesto de este estilo destruiría los incentivos empresariales a producir (ya que solo podrían apropiarse del 25% del producto), la inversión tendería a 0, lo que derramaría en un colapso del empleo, y caída del nivel de demanda agregada en general.

El último punto a destacar del plan de gobierno presentado por Castillo es su propuesta para cambiar la Constitución Nacional. Este punto no solo es delicado y controversial en sí mismo, sino que toca en lo personal a la otra candidata, ya que la Constitución vigente fue la impuesta por su padre cuando era presidente. Esta propuesta se justifica bajo la creencia de que la Constitución del 92 fue fruto de un golpe de estado, y que pone “a los intereses privados por encima de los públicos”, y “al lucro, por encima de la vida y la dignidad”. A su vez, uno de los objetivos de la nueva Constitución será que el “Estado practique la planificación estratégica, regule e invierta; donde el interés público, el de todos los ciudadanos, prime sobre el privado”.

Más allá de lo que cada uno pueda entender por socialismo, esta declaración es, sin lugar a dudas, enemiga de la iniciativa privada, y por ende de la inversión, tanto local como extranjera. De todas las variables para analizar a Perú, en la que mejor se pueden ver los efectos positivos de la apertura al mercado definida a partir de la Constitución de 1992 es en el flujo neto de inversión extranjera directa.

CUADRO 3: ESTRUCTURA DEL PBI DE PERÚ

Año/ Trimestre	PBI	Impues- tos	(VAB)	Extractivas			Transformación		Servicios
				Agricultura , ganadería, caza y silvi- cultura	Pesca y acui- cultura	Extracción de petróleo, gas, minerales y servicios conexos	Manufac- tura	Construc- ción	
2016	100,0	9,1	90,9	5,2	0,3	13,0	13,3	5,8	53,2
I	100,0	9,4	90,6	4,7	0,2	12,6	13,2	5,8	54,0
II	100,0	9,1	90,9	6,7	0,3	13,0	13,1	5,6	52,3
III	100,0	9,2	90,8	4,7	0,3	13,2	13,4	5,7	53,6
IV	100,0	8,9	91,1	4,6	0,5	13,1	13,6	6,2	53,1
2017	100,0	9,0	91,0	5,2	0,3	13,1	13,1	5,8	53,4
I	100,0	9,3	90,7	4,6	0,3	12,9	13,2	5,4	54,3
II	100,0	8,8	91,2	6,6	0,6	12,9	13,3	5,4	52,4
III	100,0	9,2	90,8	4,8	0,2	13,4	12,8	5,9	53,7
IV	100,0	8,9	91,1	4,6	0,2	13,2	12,9	6,6	53,5
2018	100,0	9,0	91,0	5,4	0,5	12,4	13,3	5,9	53,5
I	100,0	9,4	90,6	4,8	0,3	12,5	12,8	5,5	54,6
II	100,0	8,9	91,1	6,9	0,8	12,2	14,0	5,5	51,9
III	100,0	9,0	91,0	5,0	0,2	12,7	12,7	5,8	54,5
IV	100,0	8,8	91,2	4,6	0,6	12,3	13,7	6,8	53,2
2019	100,0	9,0	91,0	5,4	0,3	12,1	12,8	5,9	54,4
I	100,0	9,5	90,5	4,9	0,3	12,1	12,4	5,5	55,3
II	100,0	8,9	91,1	7,0	0,5	11,7	12,9	5,7	53,2
III	100,0	9,1	90,9	4,9	0,2	12,3	12,8	5,8	54,8
IV	100,0	8,7	91,3	4,8	0,4	12,3	13,2	6,4	54,2
2020	100,0	8,9	91,1	6,2	0,4	11,9	12,5	5,7	54,5
I	100,0	9,4	90,6	5,3	0,2	11,9	11,5	5,0	56,8
II	100,0	8,8	91,2	10,2	0,6	11,0	11,8	2,9	54,7
III	100,0	8,8	91,2	5,3	0,2	12,2	13,0	6,1	54,4
IV	100,0	8,8	91,2	4,9	0,6	12,1	13,5	7,8	52,4
Promedio Histórico	100,0	9,6	90,4	5,5	0,5	12,7	14,4	6,0	51,3

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INEI.

La inversión fluye a países que son seguros, donde el marco jurídico es transparente y estable, donde los impuestos son bajos, y donde la macroeconomía es predecible haciendo que la rentabilidad sea lo suficientemente alta como para justificar proyectos de inversión. Como puede verse del gráfico siguiente, la IED Neta en Perú pasó de prácticamente 0 previo a 1992, a 7115 millones en 2019. Sería inocente creer que esos niveles de IED se mantendrán si la propuesta de una nueva Constitución que castigue la iniciativa privada con fines de lucro se aprueba.

3. Declaraciones encontradas y reacciones del mercado

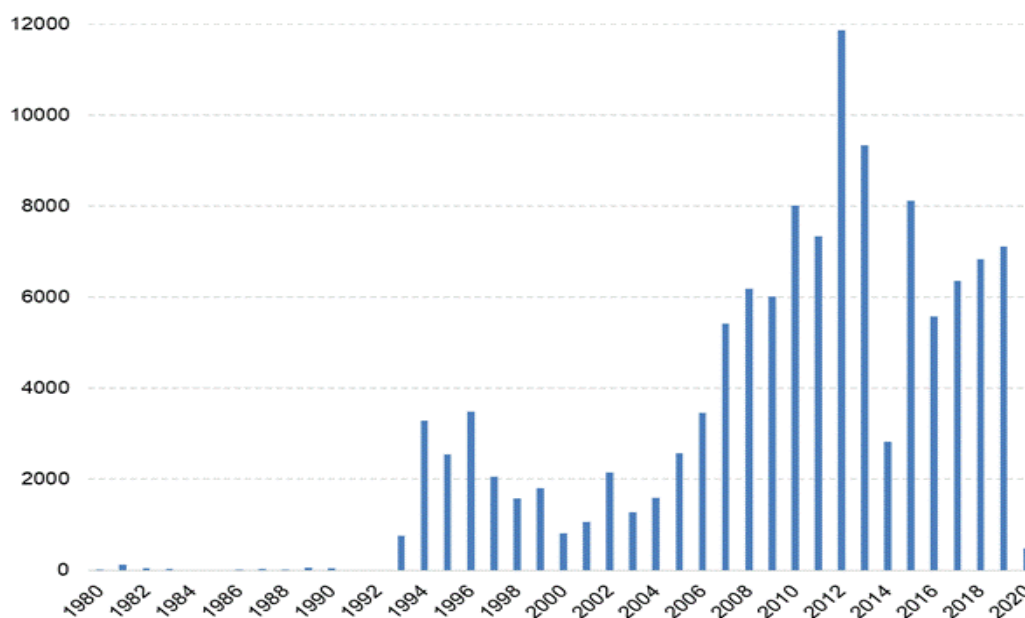
El plan de gobierno de Castillo incluye una reforma la Constitución Nacional, vigente desde la reforma del ex presidente Fujimori. La reforma se presenta bajo la justificación de que la Constitución del 92 fue fruto de un golpe de estado, y pone “a los intereses privados por encima de los públicos” y “al lucro, por encima de la vida y la dignidad”. Uno de los objetivos de la nueva Constitución pretendía es que el “Estado practique la planificación estratégica, regule e invierta; donde **el interés público, el de todos los ciudadanos, prime sobre el privado**”.

Más allá de lo que se pueda entender por socialismo, esta declaración es, sin lugar a dudas, enemiga de la iniciativa privada, y por ende de la inversión, tanto local como extranjera. De todas las variables para analizar a Perú, en la que mejor

se pueden ver los efectos positivos de la apertura al mercado definida a partir de la Constitución de 1992 es en el flujo neto de inversión extranjera directa. La inversión fluye a países que son seguros, donde el marco jurídico es transparente y estable, donde los impuestos son bajos, y donde la macroeconomía es predecible haciendo que la rentabilidad sea lo suficientemente alta como para justificar proyectos de inversión. Como puede verse del gráfico siguiente, **la Inversión Extranjera Directa Neta en Perú pasó de prácticamente 0 en los años previos a 1992, a 7.115 millones en 2019.** Sería inocente creer que esos niveles de IED se mantendrán si se opta por una nueva Constitución que castigue a la iniciativa privada.

Un nombre que suena fuerte como potencial Ministro de Economía es el de Pedro Franke. Algunas declaraciones de Franke van en línea con las intenciones de Castillo. Afirmó que se aumentarán los impuestos a las mineras y a las importaciones, que buscarán combatir la evasión fiscal (se estima que las empresas peruanas evaden hasta el 50% del impuesto a las ganancias), y con respecto al gasto público, plantea un ritmo de reducción del déficit gradual y lento, sin un horizonte de convergencia determinado. Es decir, la pregunta del déficit no será planteada hasta que la economía no se haya recuperado. Lo que resulta un tanto sorprendente dentro de este marco de restricciones e intervención estatal, es que Franke también afirmó que el Banco Central permanecerá autónomo y que no se le permitirá financiar el déficit del gobierno central.

GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN PERÚ. 1980 A 2020



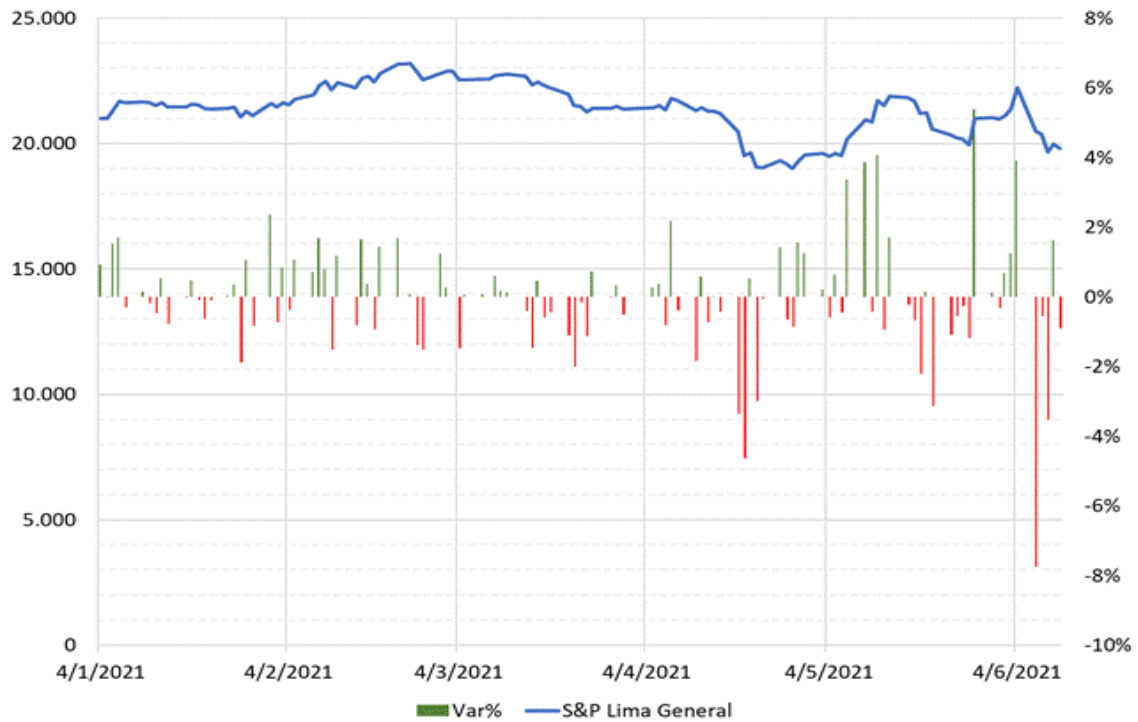
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Central de Perú

El mercado, al ver que Castillo lideraba el conteo de votos, reaccionó de forma muy negativa. El lunes 7 de junio, el Sol (moneda peruana) se depreció un 2,83%, la variación más alta en 7 años. En lo que va del año, el tipo de cambio ha aumentado un 6,8%. Por su parte, el índice S&P general de Lima, se desplomó un 7,74% dicho día, y acumuló un retroceso de más de 11 puntos solo en esa semana, con 4 de 5 jornadas en terreno negativo. La visión negativa sobre el futuro económico de Perú viene sobrevolando desde abril, cuando Castillo logró la victoria en la primera vuelta electoral. Desde entonces el Sol se ha depreciado un 8,5%, más allá de las sucesivas intervenciones del Banco Central, que ya le han costado aproximadamente USD 11.000 millones de reservas. La consultora *Oxford Economics* ha estipulado que, si se confirma la victoria de Castillo, sus proyecciones para el crecimiento del PBI y de tipo de cambio, tanto de corto como de mediano plazo, se verán afectados a la baja.

El único aspecto positivo que ven los mercados, y en particular el sector minero, está dado por lo cerrado de la votación. Quien sea que asuma, y sobre todo si gana Castillo, se verá enfrentado a una sociedad y a un congreso dividido. Esto implica que su poder de acción estará seriamente limitado por el contrapeso que podrá ejercer la oposición. En este contexto, medidas agresivas y controversiales que apunten a romper con el status quo serán extremadamente difíciles de pasar tanto por el congreso (donde su partido tiene solo 42 votos de 130), como por la aprobación popular en las calles.

Ninguno de los contendientes debe olvidar el caso de Colombia, donde una reforma fiscal desencadenó fuertes protestas que aún no se sabe cuánto costarán en términos políticos al oficialismo.

GRÁFICO 11: ÍNDICE S&P LIMA GENERAL. ENERO A JUNIO DE 2021



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BVL

Las propuestas de Castillo para Perú, genera riesgos, miedos, pero también dudas, dado que **ha afirmado que mantendrá políticas pro mercado**. Sin embargo, todo lo que ha propuesto a lo largo de la campaña y lo que está escrito en su plan de gobierno habla más de una economía de planificación central, con un Estado presente en todos los ámbitos posibles, tomando recursos del sector privado para redistribuirlos como al ejecutivo le parezca. Su proyecto de reconversión de Perú hacia una economía social con mercados es extremadamente ambicioso y puede poner en jaque todas las victorias que el país andino ha obtenido en términos de desarrollo económico. Se deberán esperar 5 años para ver si cumplirá o no con su palabra.

NOTA ESPECIAL

OBITUARIOS: MIGUEL BEIN Y CARLOS LANGONI

Héctor Rubini

1. Miguel Ricardo Bein (1951-2021)

El pasado 30 de mayo llegó la lamentable noticia del fallecimiento de Miguel Bein, uno de los economistas y consultores más conocidos e influyentes de nuestro país en las última dos décadas, reconocido y apreciado por una gran cantidad y variedad de economistas, periodistas, empresarios y políticos, sean estos peronistas, radicales, o de otros partidos políticos. De hecho, ha dejado también una variedad apreciable de artículos periodísticos en medios gráficos de líneas editoriales notablemente diferentes, cuando no antagónicas.

Nacido en Buenos Aires, en 1951, era Licenciado en Economía (Universidad de Buenos Aires). Completó un posgrado en la Harvard Business School (International Senior Management Program) en 1993, y luego de su primer paso por la función pública durante el gobierno de Alfonsín, incursionó en la consultoría y completó una Maestría en Finanzas en la Universidad de Ciencias Empresariales y Sociales (UCES) y otra en la Universidad Torcuato Di Tella.

Fue subsecretario de PYMEs entre 1987 y 1989. Luego, formó con el ex presidente del BCRA José Luis Machinea la consultora Machinea-Bein y Asociados, donde se desempeñó entre 1995 y 1999. En diciembre de ese año ambos se integraron al gobierno de Fernando De la Rúa, Machinea como Ministro de Economía y Bein como Secretario de Programación Económica y Regional, hasta marzo de 2001. Luego de ese paso por la función pública fue asesor del Banco Industrial (BIND) y en 2005 la consultora Bein & Asociados, que condujo con Marina Dal Poggetto de manera ininterrumpida hasta 2013, cuando una intervención quirúrgica por un tumor en la lengua lo obligó a una prolongada rehabilitación.

Luego de la citada cirugía dedicó más tiempo a su rehabilitación y a su campo en las cercanías del pueblo de Castilla, en el partido de Chacabuco, provincia de Buenos Aires, pero esto no lo alejó de los análisis de coyuntura ni de la participación política. En la campaña presidencial de 2015 fue uno de los asesores económicos del entonces candidato presidencial del kirchnerismo, Daniel Scioli, pero en la lucha contra su enfermedad, debió dejar el trajín diario de la consultoría y su frecuente presencia en los medios de comunicación, y hacia julio de 2017 se retiró de la consultora que pasó a llamarse EcoGo, quedando desde entonces bajo la dirección de Marina Dal Poggetto. De todas formas, Bein seguía presente en los debates públicos, algo que en los últimos años lo mostraron en diversos intercambios y polémicas con economistas y políticos en sus antípodas ideológicas. Desde abril de ese año pasó a ser Director Independiente de Pampa Energía S.A. Previamente también había integrado el directorio de Petrobrás Argentina S.A.

Algunas de sus frases en diversos momentos reflejaban su estilo provocador en varias entrevistas y presentaciones como las de las siguientes, que daban lugar a no pocas polémicas:

2009: *“No hay forma de voltear esta economía y el que quiera ganarle una pulseada al Banco Central va a perder”... “Boudou es Caruso Lombardi, no nos sacará campeones pero nos puede salvar del descenso”*.²

2012: *“Hay que reconocer que son inteligentes porque gobierno que pierde las reservas es gobierno que se va y gobierno que tiene que devaluar, mover el tipo de cambio 50-80% no es el gobierno que sigue, la sociedad argentina no se banca un aumento del tipo de cambio de \$2-3. El gobierno eso lo sabe con lo cual armó no la llamaría “cárcel modelo” pero armó su corralito, armó su sistema en el cual lo único que no hay son dólares, pesos podés ganar los que quieras y si los querés transformar en dólares arréglate con otro que tenga dólares y te los venda”*.³

2015: *“Es fundamental que las señales en los próximos años sean a favor de la inversión en bienes transables, ciencia y tecnología, innovación y desarrollo de productos, rentabilidad para producir, para exportar, competitividad”*.

2016: *“El Presidente de la Nación no tiene una matriz de pensamiento neoliberal, pero sí desarrollista”*.⁴

2017: *“Crear que la Argentina puede ir en dos o tres años a una inflación internacional es poco realista”*.

² Diario La Capital (Rosario): “Miguel Bein: La Economía Argentina Está Fuerte”. <https://www.lacapital.com.ar/economia/miguel-bein-la-economia-cutea-argentina-esta-cute-fuerte-n304874.html>

³ Disertación en la 11ª Conferencia de la Industria del Seguro. 7 de agosto de 2012.

⁴ Diario La Nación: “Miguel Bein: “La Agenda del Actual Gobierno es la Correcta, No es Neoliberal”” 2 de julio de 2016. <https://www.lanacion.com.ar/politica/miguel-bein-la-agenda-del-actual-gobierno-es-la-correcta-no-es-neoliberal-nid1914677/>

2018: “Somos esclavos de haber colocado U\$S 40.000 millones de deuda por año en 2016 y 2017...con los recursos que aporta el FMI no hay ninguna posibilidad de default en 2019. En 2020 y 2021 es otra historia”.

2019: “El precio de la carne, por la apertura de mercados, aumentó 25% en los últimos dos meses. Eso generó casi un punto más de inflación en febrero”... “la alternativa cuando pasa eso es prohibir la exportación de carne, pero ese tipo de soluciones las tuvimos hace 12 años y así nos fue, perdimos 10 millones de cabezas de ganado en la Argentina regalando la carne”.

2020: “Mal que le pese a algunos agoreros, no hay riesgo de hiperinflación”.

2020: “Nosotros tenemos una inflación básicamente cambiaria. En la única época donde se derrotó a la inflación en la Argentina fue durante la convertibilidad. Pero el ingreso de capitales que hacía falta se financió con la privatización de empresas públicas. Cuando se terminó eso, se empezó a tomar deuda de nuevo. Finalmente, el mercado piensa: ‘Estos tipos no van a poder pagar la deuda. Por lo tanto, van a terminar emitiendo dinero para pagar el gasto’. Y ahí es cuando cambian las expectativas y se aceleran la tasa de devaluación y la tasa de inflación”.

Sus pronósticos y su visión lo llevaron a enfrentarse años atrás con las autoridades. En 2011 su consultora fue una de las que resultó ser objeto de multas aplicadas por la Dirección de Lealtad Comercial de la Secretaría de Comercio, a varias consultoras por difundir estimaciones propias de inflación, diferentes de los indicadores del INDEC, cuyos interventores de entonces, publicaban estimaciones carentes de la más mínima credibilidad dentro y fuera del país. El Estudio Bein apeló la multa ante la justicia, obteniendo sentencia favorable en el fuero contencioso-administrativo mayo de 2013. La sentencia fue objeto de un recurso extraordinario por parte de la Secretaría de Comercio, el cual fue rechazado en diciembre de ese año.

Miguel Bein siempre fue un economista heterodoxo, pero por un profundo instinto pragmático, combinando el rigor del análisis económico y político con la demanda de mensajes directos y entendibles para cualquier tipo de interlocutor. Su claridad expositiva y los aciertos en sus pronósticos lo consolidaron como uno de los economistas más escuchados y solicitados por empresarios, políticos y periodistas del país y del exterior. Como lo sintetizó a modo de apretada despedida en Twitter, el profesor Pablo Gerchunoff: “Fundamentos, intuición y un talento increíble para contar la historia que vivió”.

Hace pocas semanas había sido sometido a una nueva operación por su cáncer (en realidad de laringe) y estaba recuperándose favorablemente, en terapia intermedia, pero un derrame puso fin a su vida. Se lo va a extrañar y por mucho tiempo.

2. Carlos Geraldo Langoni (1944-2021)

El 13 de junio falleció víctima de COVID-19 Carlos Geraldo Langoni, ex presidente del Banco Central de Brasil e investigador de la Fundación Getulio Vargas. Es considerado el pionero del análisis económico de la relación entre educación, desarrollo económico y distribución de la renta en Brasil.

Había nacido en Nova Friburgo (RJ) el 24 de julio de 1944, hijo de un periodista, quien le dio desde muy corta edad contacto directo con temas de actualidad política y económica que despertaron rápidamente su interés. Formado en un colegio patrocinado por la Fundación Getulio Vargas, optó por estudiar economía en la Facultad Nacional de Economía en Praia Vermelha (Rio de Janeiro), donde se graduó en 1966. Luego completó un curso de programación y planeamiento económico en el Centro de Entrenamiento para el Desarrollo Económico y Social, dirigido por Eduardo Leme. Uno de los profesores, Affonso Pastore había logrado un acuerdo con la Fundación Ford para enviar varios alumnos a completar doctorados en Economía en el exterior. Uno de los seleccionados fue Langoni, quien decidió ir a la Universidad de Chicago, con apenas 24 años de edad.

En 1969 logró la maestría en economía y en otro año y medio el doctorado, en agosto de 1970. Junto con los argentinos Miguel Sidrauski (Ph.D.. 1967) y Carlos Alfredo Rodríguez (Ph.D. 1973) integró por más de 3 décadas el trío de los únicos que lograron alcanzar el doctorado en Economía en la Universidad de Chicago en 3 años o menos. Una vez completada su formación en Chicago regresó al país, comenzando a trabajar en el Instituto de Planeamiento Económico y Social del Ministerio de Planeamiento. Luego se incorporó a la Fundación Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad de San Pablo (FIPE), donde junto a Affonso Pastore y Antonio Rocca⁵ creó un programa de post-grado en Economía y la *Revista de Estudios Económicos* de dicha casa de estudios.

⁵ Por trabajar junto al ex ministro Antonio Delfim Netto eran conocidos como los “Delfim Boys”.

No rehuía a las polémicas y ya desde la investigación para su tesis doctoral sostuvo siempre que para el crecimiento y el desarrollo económico, reduciendo la desigualdad de ingresos, lo relevante no es la acumulación de máquinas y capital físico, sino la educación, el capital humano. La realización de estudios en la materia, y en particular un trabajo sobre distribución de la renta por pedido de Delfim Netto, cuyas políticas enfrentaban críticas de economistas locales y del exterior. Sorprendía un Chicago Boy criticando la desigualdad de la distribución de la renta cuando la política del “milagro brasileño” mostraba una baja permanente de la inflación, hacia menos de 20% anual, con tasas de crecimiento del PBI superiores al 10% anual. Además de su enfrentamiento con los economistas más críticos de las políticas del régimen militar de entonces, principalmente con José Serra y Pedro Malan, tuvo fuerte impacto su trabajo *As Fontes do Crescimento Económico* cuya versión “informal” fue tapa de la revista *Veja*, al sostener que la desigualdad distributiva de Brasil era básicamente un problema estructural proveniente fundamentalmente de la falta de inversión en educación, que de por políticas coyunturales en materia ocupacional y salarial.

Invitado por Edmar Bacha, fue subdirector técnico de la Escuela de Postgrado en Economía de la Fundación Getulio Vargas en 1972 y 1973. Luego de la salida de Bacha y la asunción de Mario Simonsen como Ministro de Hacienda, pasó a ser el Director de dicha Escuela con apenas 29 años de edad, en 1973. Allí creó en 1975 el primer programa de doctorado en Economía en Brasil.

En agosto 1979 se incorporó al Banco Central de Brasil como Director del Área Bancaria, cargo que ejerció hasta enero de 1980. En ese período creó desde esa área, junto a la Asociación Nacional de Instituciones de Mercado Abierto (ANDIMA), el Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC), uno de los primeros de liquidación electrónica del mundo para transacciones con títulos públicos, y que permite determinar la tasa de interés promedio de los títulos públicos negociados entre entidades financieras, y entre estas y el Banco Central. El nuevo sistema permitió abandonar rápidamente el sistema de liquidación, transporte y procesamiento de títulos y comprobantes de pago, que prestaba a todo tipo de riesgos, incluyendo extravíos físicos y fraudes.

En enero de 1980 asumió como presidente del Banco Central de Brasil, a los 35 años de edad, el más joven en asumir la presidencia de la entidad en toda su historia. En su mandato, la política monetaria inicialmente expansiva fue pasando a ser progresivamente contractiva, y con subas de tasas de interés hacia 1982, generando no poca quejas de las entidades financieras.

Desde ese año tuvo que conducir las primeras negociaciones por la deuda externa con bancos privados, gobiernos y centrales del exterior, y con organismos multilaterales, sobre todo con el FMI. Ese año fue particularmente difícil para Brasil y el resto de la región por la suba de tasas de interés impulsadas por la Reserva Federal de EE.UU. la suba del precio del petróleo (totalmente importado en el caso de Brasil), además de una suba del riesgo percibido en los mercados luego del default de México (septiembre de 1982). Para reducir el déficit de cuenta corriente y recuperar reservas internacionales se optó por una “maxi” devaluación del cruzeiro con un salto del tipo de cambio del 30% en febrero de 1983, la adopción de controles de cambio para evitar la pérdida de divisas y la unificación cambiaria para cerrar una brecha cambiaria de tipo de cambio paralelo sobre el oficial del 94%. Langoni evitó tomar nueva deuda con el FMI, manteniendo el financiamiento del déficit de cuenta corriente con préstamos tomados de bancos privados en el mercado de eurodólares. Pocos meses después, en septiembre de 1983 renunció al cargo, luego de rehusarse a firmar una carta de intención con el FMI, en desacuerdo con las metas inflacionarias y de ajuste fiscal formuladas por los ministros de Hacienda, Ernane Galvêas, y de Planeamiento, Antonio Delfim Netto.

Por entonces, ya nada quedaba de sus idearios juveniles: cuando era estudiante en 1964 formó parte de un frente de centro-izquierda de estudiantes que trataba de lograr la conducción académica de la carrera, en manos de estudiantes alineados con los militares que dieron un golpe de estado en ese año. En 1980 se afilió al Partido Democrático Social, afín al gobierno militar de entonces.

Se reincorporó a la Fundación Getulio Vargas, donde con el apoyo total de su titular, Mario Simonsen, creó el Centro de Economía Mundial (CEM/FGV) donde realizó tareas de investigación y consultoría. En 1985 el subprocurador José da Fonseca promovió su procesamiento por prevaricato, con relación a la emisión de letras de cambio fraudulentas de la corredora Coroa S.A., y luego en 1987 por cheques sin fondos de dicha empresa. En ambos casos fue declarado inocente por el Supremo Tribunal Federal. Igualmente mantuvo un perfil alto y formuló duras críticas a las políticas macroeconómicas de varias administraciones, sosteniendo la necesidad de liberalizar la economía como condición necesaria para desarrollar el país. En 1989 asumió la presidencia de Projeta Consultoria Financeira, empresa asociada a NM Rothschild (hasta 1997) y la dirección del Centro de Economía Mundial de la Fundación Getulio Vargas y posteriormente

de la Escuela de Graduados de dicha Fundación. Fue asesor del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) en las más grandes privatizaciones de Brasil (Companhia Vale do Rio Doce, Embraer y otras), y entre 1999 y 2011 consultor senior de Companhia Vale do Rio Doce. También integró el directorio de la empresa Souza Cruz, filial brasileña de British American Tobacco. En los últimos 10 años se dedicó al análisis macroeconómico para casi 40 de las más grandes empresas del país, como SKY, Visa, Bradesco y el grupo Organizações Globo, desde su consultora privada Projeta Langoni Consultoria Econômica.

Lamentablemente el año pasado contrajo COVID-19 hacia fines de noviembre y debió ser internado en diciembre. Debió luego recibir asistencia permanente para las complicaciones provocadas por el coronavirus, y lamentablemente falleció este domingo por la mañana. Una pérdida más que significativa, tanto para su familia, como para sus amigos y colegas, buena parte del mundo empresario de Brasil, e incluso del club de fútbol Flamengo de Río de Janeiro, del cual era socio. Aloísio Araujo, director de Instituto de Matemática Pura e Aplicada (IMPA) y profesor de la Fundación Getulio Vargas sostuvo: “La educación fue descuidada por la mayoría de los economistas brasileños. Langoni midió los impactos en el caso específico de Brasil, en un trabajo de muy alto nivel, reconocido internacionalmente. Vio la influencia de esto tanto en el crecimiento económico como en la desigualdad de ingresos. Fue un pionero”.

Además de publicar decenas de documentos de trabajo, papers y artículos periodísticos, escribió varios libros, destacándose los siguientes:

- **1972:** *O Papel do Investimento em Educação e Tecnologia no Processo de Desenvolvimento Econômico*.
- **1973:** *Distribuição de Renda e Desenvolvimento Econômico no Brasil*. (con prólogo de Antonio Delfim Netto). Expressão e Cultura. Rio de Janeiro.
- **1974:** *As Causas do Crescimento Econômico do Brasil* (traducción de su tesis de doctorado “*The Sources of Brazilian Economic Growth*”, de 1970). APEC. Rio de Janeiro.
- **1976:** *A Economia da Transformação*. Biblioteca do Exército Editora.
- **1978:** *A Política Econômica do Desenvolvimento*. Fundação Getulio Vargas Rio de Janeiro.
- **1985:** *A Crise Do Devenvolvimento, Uma Estratégia para O Futuro* (con prólogo de Paul A. Volcker), J. Olympio Editora, reeditado en inglés en 1988 como “*The Development Crisis: Blueprint for Change*”.
- **1991:** *Trade Reform: Lessons from Eight Countries* (ed por Geoffrey Shepherd y Carlos Geraldo Langoni). ICS Press. San Francisco.
- **1994:** *A Economia em Transformação*. (Carlos G. Langoni, George P. Schultz, Hélio Jaguaribe, Celso Lafer, Wang Huijiuong, José A. Treviño y Rubens Antonio Barbosa). Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro.⁶
- **1995:** *Brasil: A Retomada do Desenvolvimento Econômico*. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro⁷.

⁶ Compilación de papers de Carlos G. Langoni, George P. Schultz, Hélio Jaguaribe, Celso Lafer, Wang Huijiuong, José A. Treviño y Rubens Antonio Barbosa.

⁷ Compilación de papers de Carlos Langoni, Geoffrey Shepherd, Hernán Büchi, John Page, Omar Carneiro da Cunha, Paul Holden, Robert Mundell, Sebastián Edwards y Valeriano García.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2021		junio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
21	22	23	24	25	26	27
	INDEC: Balanza de Pagos, pos de inversión internacional y deuda externa. 1er trimestre 2021. Ministerio de Economía: Resultado Fiscal Mayo 2021.	INDEC: Informe de Avance del Nivel de Actividad. 1er trimestre 2021.	INDEC: Encuesta Nacional de Centros de Compra, Supermercados y Autoservicios Mayoristas. Abril 2021 Banco de Inglaterra: Reunión del Comité de Política Monetaria.			
28	29	30	01	02	03	04
	INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Abril de 2021.	INDEC: Índice de Salarios. Abril de 2021.				
2021		julio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
28	29	30	01	02	03	04
				IBGE (Brasil): Encuesta Industrial Mensual Mayo 2021. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del empleo Junio 2021.		
05	06	07	08	09	10	11
		INDEC: Índice Producción Industrial (IPI) Manufacturero. Mayo de 2021. BCRA: Informe Monetario Mensual.	BCRA: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) IBGE (Brasil): Índice de Precios al Consumidor Junio 2021.			
12	13	14	15	16	17	18
	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor (IPC) Junio 2021.	INDEC: Utilización de la Capacidad Instalada de la Industria. Mayo de 2021. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Productor (IPP) Junio 2021.	INDEC: Índice de Precios al Consumidor (IPC). Mayo de 2021. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios de exportación e importación Junio 2021.			

INDICADORES													
Indicador	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	1,5%	2,2%	1,9%	2,7%	2,8%	3,8%	3,2%	4,0%	4,0%	3,6%	4,8%	4,1%	3,3%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	1,6%	2,3%	2,5%	3,0%	2,3%	3,5%	3,9%	4,9%	3,9%	4,1%	4,5%	4,6%	3,5%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	0,7%	1,0%	1,3%	3,5%	3,0%	4,8%	2,7%	4,4%	4,8%	3,8%	4,6%	4,3%	3,1%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	43,4%	42,8%	42,4%	40,7%	36,6%	37,2%	35,8%	36,1%	38,5%	40,7%	42,6%	46,3%	48,8%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	46,2%	45,6%	46,2%	43,9%	38,3%	37,9%	37,8%	39,4%	41,4%	43,7%	45,7%	49,8%	52,5%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	49,6%	47,4%	46,0%	44,5%	40,8%	43,9%	40,4%	42,1%	42,3%	43,9%	44,8%	46,4%	49,9%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	1,5%	2,0%	1,6%	2,8%	2,8%	3,6%	3,0%	3,7%	3,3%	3,6%	5,2%	4,1%	3,4%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	1,4%	2,3%	2,3%	3,2%	2,2%	3,4%	4,1%	4,5%	3,2%	4,3%	4,3%	4,8%	3,6%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	1,0%	1,4%	1,6%	2,4%	2,2%	2,5%	3,1%	3,8%	3,8%	2,9%	3,9%	4,0%	3,6%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	42,1%	41,3%	40,6%	39,2%	35,2%	35,7%	34,2%	34,1%	35,9%	38,3%	40,4%	44,2%	46,8%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	44,6%	44,2%	44,5%	42,3%	36,8%	36,4%	36,9%	37,6%	39,1%	42,0%	43,5%	48,0%	51,2%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	39,2%	37,4%	36,6%	35,3%	31,7%	31,3%	30,1%	30,5%	32,3%	33,6%	35,0%	37,8%	41,4%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	50,0	40,0	40,0	40,0	40,0	45,0	40,0	40,0	45,0	45,0	50,0	50,0	50,0
Media	47,4	44,5	43,1	45,0	40,3	47,0	44,5	42,9	44,1	45,2	46,3	47,9	50,2
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	2,4%	7,8%	16,1%	24,9%	34,3%	28,1%	27,0%	20,8%	53,3%	49,3%	63,1%	92,9%	s/d
Gastos Totales	77,3%	56,7%	37,8%	60,0%	61,2%	35,3%	34,6%	28,4%	25,5%	40,6%	33,4%	14,6%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	5,0%	8,5%	21,0%	27,2%	36,5%	29,6%	29,8%	23,5%	55,8%	50,9%	69,6%	94,7%	s/d
Gastos Primarios	96,8%	72,7%	59,2%	56,9%	71,6%	54,8%	40,5%	52,7%	45,8%	43,4%	36,2%	14,2%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	14,5%	21,1%	24,6%	33,3%	42,7%	42,8%	36,5%	37,7%	45,3%	50,0%	69,0%	100,5%	72,7%
Dirección General Impositiva	3,7%	3,9%	3,2%	14,5%	20,2%	26,4%	17,7%	35,0%	38,5%	43,0%	67,4%	88,0%	69,3%
Dirección General de Aduanas	-1,1%	26,5%	20,9%	6,4%	30,1%	28,9%	63,3%	78,2%	101,3%	119,3%	131,8%	113,9%	103,3%
Sistema de Seguridad Social	20,6%	25,5%	21,4%	23,9%	37,5%	31,4%	22,9%	23,0%	24,7%	27,2%	34,0%	62,9%	70,2%

Indicador	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	38,4	39,5	38,2	41,3	40,3	38,8	40,9	39,3	38,2	37,7	38,2	35,3	35,4
Var. % m/m	-2,2%	-2,7%	-3,3%	8,2%	-2,4%	-3,7%	5,2%	-3,8%	-2,8%	-1,1%	1,1%	-7,5%	0,3%
Var. % a/a	5,3%	-2,7%	-13,6%	-1,3%	-4,2%	-11,3%	-1,2%	-7,2%	-11,2%	-11,8%	-7,4%	-10,0%	-7,9%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-20,0%	-11,6%	-12,7%	-11,5%	-6,2%	-7,3%	-3,7%	-2,2%	-2,0%	-2,6%	11,4%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	9,5%	8,4%	2,2%	1,4%	2,3%	2,1%	1,4%	0,9%	1,9%	-1,0%	-0,2%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-28,3%	-34,9%	-42,7%	-16,2%	30,5%	22,5%	37,3%	25,2%	6,1%	-1,9%	71,0%	297,7%	39,9%
Var m/m, con estacionalidad	166,7%	18,7%	-5,5%	21,2%	23,7%	1,2%	-5,7%	24,1%	-30,0%	-2,3%	21,3%	-7,7%	-6,2%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-20,5%	-4,5%	-5,8%	-3,5%	2,6%	-3,0%	3,1%	2,7%	4,6%	0,7%	26,7%	60,7%	s/d
Var m/m, desest.	0,2%	3,0%	2,6%	3,6%	0,9%	-0,5%	2,9%	-0,8%	8,7%	0,4%	2,6%	2,3%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-26,1%	-6,4%	-6,6%	-7,0%	3,7%	-3,1%	4,3%	4,9%	4,4%	1,6%	32,8%	55,9%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-48,5%	-14,7%	-12,9%	-17,6%	-3,8%	-0,9%	6,2%	27,4%	23,3%	22,7%	97,6%	321,3%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-34,0%	1,7%	13,6%	2,3%	18,5%	15,8%	13,5%	18,1%	24,0%	25,2%	103,7%	366,7%	58,9%
Var. % m/m, desest.	183,6%	33,3%	27,0%	-11,3%	3,8%	3,8%	-2,9%	-9,7%	0,7%	8,2%	-5,1%	6,4%	-0,4%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-32,9%	-6,9%	-13,2%	-12,3%	10,1%	13,2%	28,0%	33,6%	19,2%	18,0%	93,5%	134,6%	50,5%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.078	4.786	4.931	4.955	4.727	4.674	4.500	3.544	4.912	4.775	5.720	6.143	s/d
Var. % a/a	-15,6%	-8,6%	-15,8%	-11,0%	-17,7%	-20,6%	-23,6%	-34,1%	7,3%	9,1%	30,5%	41,3%	s/d
Importaciones en USD	3.166	3.299	3.451	3.508	4.129	4.004	4.115	3.908	3.844	3.713	5.320	4.673	s/d
Var. % a/a	-31,8%	-21,0%	-29,6%	-20,3%	3,2%	-2,8%	20,7%	24,7%	8,7%	16,4%	68,7%	61,5%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.912	1.487	1.480	1.447	598	670	385	-364	1.068	1.062	400	1.470	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	184,0	189,9	196,0	199,5	211,5	226,1	239,0	248,6	272,6	280,4	283,3	294,3	320,0
Var. % a/a	-7,2%	-11,3%	-7,0%	-0,7%	4,7%	7,2%	14,0%	16,9%	26,4%	35,6%	43,8%	60,0%	73,9%

Indicador	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-20	Mar-21	Abr-21	May-21
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	2.222	2.159	2.315	2.334	2.318	2.325	2.346	2.433	2.604	2.593	2.524	2.546	2.540
Circulante	1.433	1.517	1.635	1.668	1.663	1.692	1.693	1.789	1.862	1.835	1.816	1.801	1.831
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	2.609	3.068	3.271	3.404	3.495	3.544	3.448	3.689	3.780	4.044	4.184	4.500	4.813
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	1.263	1.655	1.706	1.833	1.853	1.714	1.641	1.645	1.722	1.801	1.883	1.980	2.049
(b) Pasivos netos por pases	579	582	690	665	712	877	843	1.033	1.004	952	1.177	1.350	1.542
(c) Depósitos del Gobierno	767	831	876	906	931	952	964	1.011	1.054	1.291	1.123	1.170	1.222
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	43	43	43	43	42	41	39	39	40	39	40	40	41
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	20	19	19	20	19	18	17	18	18	18	18	19	19
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	206	219	233	243	253	254	261	290	301	316	316	327	329
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	68	70	71	73	75	78	80	83	86	89	91	93	94
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	5.931	6.320	6.631	6.865	7.047	7.081	7.140	7.536	7.904	8.088	8.420	8.738	9.093
Sector privado	4.976	5.251	5.543	5.695	5.810	5.768	5.796	6.124	6.415	6.604	6.843	7.035	7.264
Sector público	955	1.069	1.088	1.171	1.237	1.313	1.344	1.412	1.490	1.484	1.577	1.703	1.830
En moneda local (\$ M.M.)	4.603	4.985	5.253	5.437	5.588	5.714	5.782	6.067	6.321	6.456	6.739	7.018	7.331
Sector privado	3.812	4.080	4.329	4.434	4.524	4.580	4.624	4.875	5.063	5.215	5.400	5.555	5.750
Sector público	791	906	924	1.003	1.064	1.134	1.158	1.192	1.258	1.241	1.338	1.464	1.581
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.328	1.335	1.377	1.428	1.459	1.367	1.357	1.469	1.583	1.623	1.682	1.720	1.762
Sector privado	1.164	1.171	1.213	1.261	1.286	1.188	1.171	1.249	1.352	1.389	1.443	1.480	1.514
Sector público	164	164	164	168	173	179	186	220	232	235	239	239	249
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	19,6	19,2	19,3	19,5	19,4	17,6	17,0	17,8	18,4	18,4	18,5	18,5	18,7
Sector privado	17,2	16,8	17,0	17,2	17,1	15,3	14,7	15,1	15,7	15,7	15,8	16,0	16,1
Sector público	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,6	2,7	2,7	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	38,0	36,9	36,9	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	13,3	15,9	15,6	15,9	14,2	23,3	26,4	27,8	27,7	29,1	29,2	29,7	29,6
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	20,9	22,7	21,5	21,2	20,7	27,4	32,3	33,3	34,7	34,9	36,1	36,5	35,9
Préstamos personales	51,2	50,2	50,6	51,1	51,6	50,7	52,9	55,4	56,4	55,9	56	55,4	54,6
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	22,8	28,5	28,3	28,6	28,6	29,6	32,0	33,4	33,3	33,3	33,3	33,1	33,3
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	26,2	29,5	29,6	32,4	37,6	32,8	34,9	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	22,4	27,9	27,8	28,1	28,2	29,2	31,2	32,5	32,7	32,6	32,7	32,8	32,4