

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 194 Año 21 – 20 de mayo de 2021

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

EL DATO DEL MES

COVID-19. El 19 de mayo se registraron 39.652 nuevos contagios de COVID-19. Es el mayor valor observado desde el inicio de la pandemia en marzo del año pasado.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina. El sistema sanitario está ya saturado de pacientes graves de COVID-19. Se espera un prolongado endurecimiento de restricciones a la circulación de personas con impacto negativo en la actividad económica. El gobierno intenta controlar la inflación con controles de precios y de importaciones, pero sin revertir la permanente emisión de dinero y de pasivos remunerados del BCRA.

Inflación y empleo en los EE.UU.: En abril se crearon 266.000 nuevos empleos, mucho menos que la expectativa de 1 millón, y la inflación saltó a 4,2% interanual, la mayor desde el año 2008. Por el momento, no se anticipan cambios en el sesgo expansivo de las políticas monetaria y fiscal.

Precios de materias primas. Las cotizaciones diarias están experimentando un boom similar al de 15 años atrás. Entre sus causas se encuentran el alza en la demanda como consecuencia de la recuperación económica mundial, cuellos de botella en la producción y la expectativa de una mayor inflación en Estados Unidos. Sin embargo, el riesgo de un impacto significativo sobre los precios del consumidor en el corto plazo es todavía bajo.

Elecciones en Chile. En la elección de constituyentes del 16 de mayo se impusieron los candidatos independientes y de extrema izquierda sobre los del oficialismo y de la centro-izquierda. También se eligieron alcaldes, concejales y, por primera vez gobernadores regionales.

LO QUE VIENE

COVID-19. Se inicia una etapa de restricciones y eventual confinamiento ante el fuerte aumento de contagios y muerte por el coronavirus y la saturación del sistema de salud. Se espera, además, la postergación de las elecciones primarias para el próximo 12 de septiembre y de las elecciones de medio término para el 14 de noviembre.

Elecciones en Perú. El 6 de junio se presentarán al ballotage presidencial los candidatos Pedro Castillo y Keiko Fujimori. Las encuestas de opinión muestran a Fujimori acercándose cada vez más a Castillo, quien sigue apareciendo como el potencial ganador. Sus propuestas se focalizan en una reforma agraria, una reforma de la Constitución, la nacionalización de los yacimientos mineros, y de gas y petróleo, y la intervención de medios de comunicación.

Conflicto en Palestina. El gobierno de Israel estaría dispuesto a un cese del fuego luego de una fuerte presión internacional para poner fin a bombardeos aéreos sobre blancos civiles en Gaza. El conflicto se inició el 10 de mayo luego de el lanzamiento de centenares de cohetes a Israel por parte de la agrupación Hamas como respuesta, a su vez, a la represión policial israelí en la mezquita Al-Aqsa en Jerusalén, durante una ceremonia religiosa.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE ABRIL DE 2021

		2021 Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Tendencia hasta abril
IPC Var. % mensual		4,0%	4,0%	4,8%	4,1%	
IPC Var. % interanual		36,1%	38,5%	42,6%	46,3%	
Industria % uso capacidad instalada		63,3%	58,4%	57,2%	64,5%	

		2021 Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Tendencia 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		1.445	1.511	1.589	1.551	
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes		87,3	89,8	91,9	93,6	
IVA DGI Recaudación Mensual Var. % interanual		28,8%	31,4%	5,0%	88,0%	
Depósitos en pesos Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		3,8%	3,0%	3,5%	2,8%	
Depósitos en dólares Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		4,2%	- 0,6%	1,2%	0,8%	

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC NACIONAL	INDEC	Abril 2021	Var. % mensual	4,1%	4,8%	
				Var.% interanual	46,3%	42,6%	
	IPC G.B.A		Abril 2021	Var. % mensual	4,1%	5,2%	
				Var.% interanual	44,2%	40,4%	
	IPC C.A.B.A	Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Abril 2021	Var. % mensual	4,0%	3,9%	
				Var.% interanual	37,8%	35,0%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Febrero 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-32,5%	-31,9%	
	Ventas en Supermercados		Febrero 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-1,1%	3,8%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Abril 2021	Var.%interanual	629,5%	105,3%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica PBI	INDEC	Febrero 2021	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-1,0%	-1,9%	
				4° trim. 2020	Var. % oct-dic '20 vs oct-dic '19	-4,3%	-10,2%
Actividad Industrial	IPI Manufacturero	INDEC	Marzo 2021	Var.% interanual	32,8%	1,6%	
	Uso capacidad instalada		Febrero 2021	% uso capacidad instalada	58,3%	57,2%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Marzo 2021	Var.% interanual	97,6%	22,7%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Abril 2021	Var % mensual	3,7%	7,6%	
				Var. interanual	95,4%	51,6%	
	Var % mensual			5,1%	3,1%		
	Var. interanual			68,1%	34,0%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	15,5%	8,2%	
				Var. interanual	94,5%	53,3%	

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

SIN PLAN, NO HAY PARAÍSO...

Héctor Rubini

El sistema sanitario está ya saturado de pacientes graves de COVID-19. Se espera un prolongado endurecimiento de restricciones a la circulación de personas con impacto negativo en la actividad económica. El gobierno intenta controlar la inflación con controles de precios y de importaciones, pero sin revertir la permanente emisión de dinero y de pasivos remunerados del BCRA.

1. Los costos de la improvisación

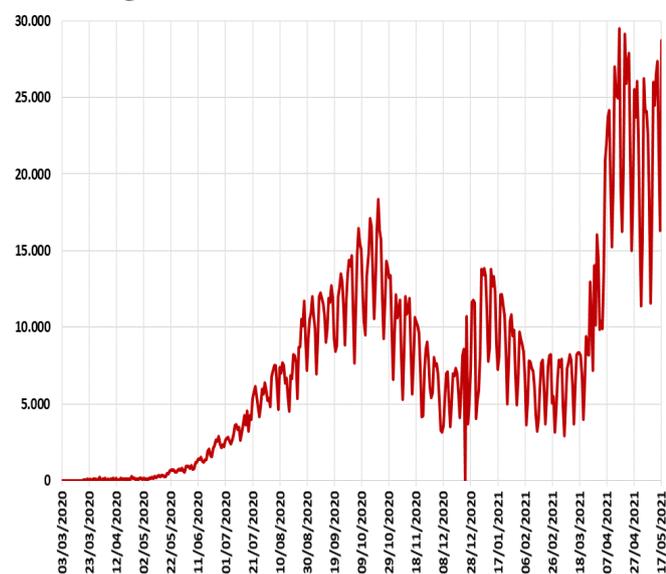
Como se esperaba, el 29 de abril se anunció la continuidad de las nuevas restricciones a la movilidad de personas ante el elevado nivel de contagios y muertes por el COVID-19. La decisión fue mal recibida por la población, y a esto se sumó **un fallo de la Corte Suprema validando el reclamo del gobierno de la Ciudad de Buenos Aires para no suspender las clases presenciales en los ciclos primario y secundario.**

En los últimos días, arreció la ofensiva del kirchnerismo, y en particular del nuevo ministro de Justicia, Martín Soria, para que la Cámara de Diputados vote a favor del proyecto de ley de reforma del Ministerio Público Fiscal ya aprobado el año pasado por el Senado. En caso de éxito, el oficialismo podría remover de inmediato al actual titular de la Procuración General de la Nación, Eduardo Casal, quien ejerce interinamente el cargo desde hace tres años, luego de la renuncia de su antecesora Alejandra Gils Carbó. Cabe destacar que Casal emitió un dictamen el pasado 29 de abril, que declaró la inconstitucionalidad del Decreto 241 del Poder Ejecutivo del 19 de abril pasado que suspendía las clases presenciales en el Área Metropolitana de Buenos Aires hasta el 30 de abril.

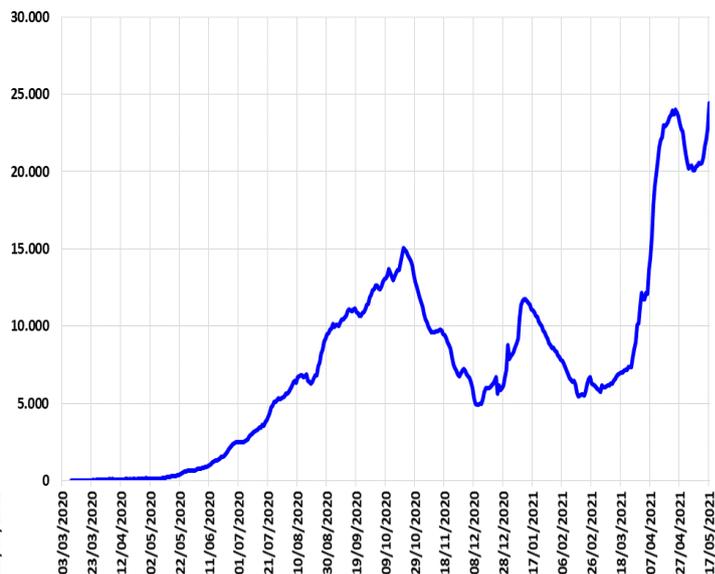
Mientras tanto, la pandemia continúa su avance, y **el sistema sanitario ya está casi colapsado.** La población ha perdido credibilidad en las autoridades y el debido cuidado ante esta enfermedad. Frente al hartazgo por las restricciones a la movilidad y los deficientes controles de las autoridades, no ha cesado **la organización de encuentros y fiestas clandestinas. Tampoco el pésimo ejemplo de recurrentes actos de funcionarios públicos, eventos deportivos y hasta programas televisivos sin los más mínimos protocolos preventivos.** La información al cierre del 17 de mayo ubica a nuestro país como el **5º mayor promedio mundial de contagiados por millón de habitantes en 7 días: 786,4 detrás de Maldivas, Bahrein, Suecia y Uruguay.** Hasta el 17 de mayo el total de contagios acumulados en Argentina ha sido de 3.371.508, con 71.771 fallecimientos.

GRÁFICO 1: CONTAGIOS DIARIOS POR COVID-19 EN ARGENTINA

a. Contagios diarios



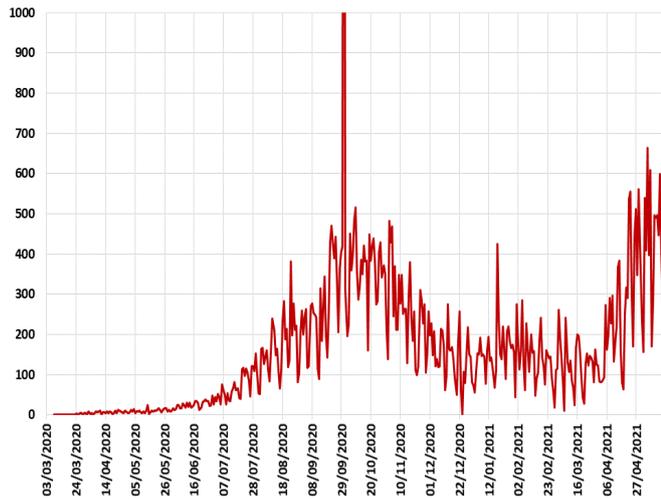
b. Promedio móvil 7 días



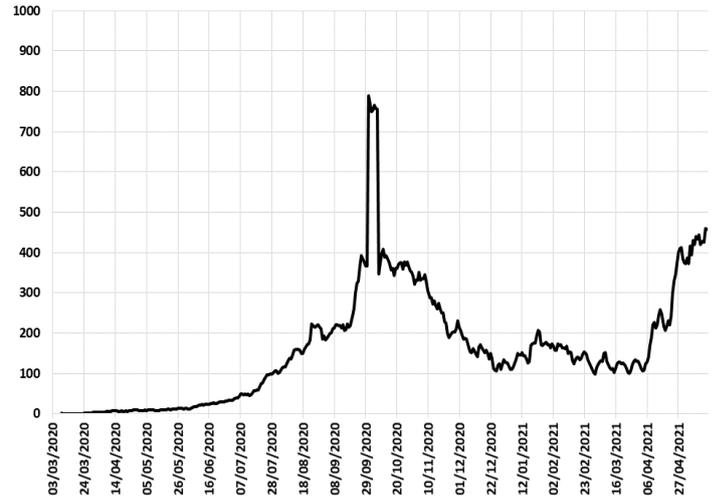
Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Salud.

GRÁFICO 2: FALLECIMIENTOS DIARIOS POR COVID-19 EN ARGENTINA

a. Casos diarios



b. Promedio móvil 7 días

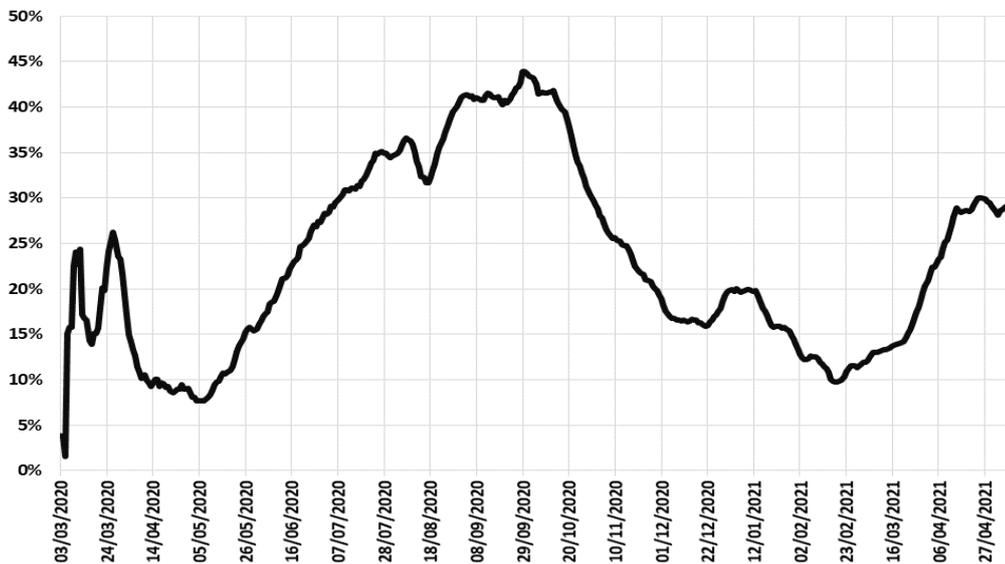


Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Salud.

Algunos indicadores al 17 de mayo muestran a nuestro país muy mal posicionado respecto del resto del mundo:

- El número de casos activos (307.412) es el 6° más alto del mundo después de EE.UU., India, Brasil, Francia e Irán.
- Por la cantidad de casos críticos (5.671) ocupa el 5° lugar, detrás de India, Brasil, EE.UU. y Colombia.
- La relación número de tests/millón de habitantes ubica a nuestro país en el 105° lugar en el mundo.
- La tasa de positividad de los tests realizados desde abril supera el 25% y con tendencia creciente, muy por encima del máximo de 10%, nivel máximo que según la Organización Mundial de la Salud es coherente con un adecuado monitoreo y confirmación de contagios.

GRÁFICO 3: TASA DE POSITIVIDAD DIARIA DE LOS TESTS DE COVID-19 EN ARGENTINA



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

A dicha fecha, la provincia de Buenos Aires, que cuenta con el 39% de la población del país, acumula el 43,4% de contagiados de todo el país, y el 52,2% de fallecidos. Sobre el total de contagiados, le siguen la Ciudad de Buenos Aires (11,4% del total), Santa Fe (9,1%), Córdoba (7,8%), Tucumán (3,5%) y Mendoza (3,3%). En cuanto a fallecimientos, a la provincia de Buenos Aires le siguen Ciudad de Buenos Aires (11,7% del total), Santa Fe (6,9%), Córdoba (5,1%), Mendoza (3,1%) y Tucumán (2,4%). En todos estos distritos los contagios se concentran en los siguientes partidos y departamentos:

- a) En la provincia de Buenos Aires, en los partidos de La Matanza, Quilmes, General Pueyrredón y La Plata.
- b) En la ciudad de Buenos Aires, en los barrios de Palermo, Flores, Balvanera, Recoleta y Caballito¹.
- c) En la provincia de Santa Fe, en los departamentos Rosario, Capital, Castellanos, San Lorenzo y Gral. López.
- d) En la provincia de Córdoba, en la capital provincial y en los departamentos San Justo, Río Cuarto y Colón.
- e) En la provincia de Mendoza, en los departamentos Guaymallén, Las Heras, Godoy Cruz y Maipú.
- f) En la provincia de Tucumán, en los departamentos Capital, Cruz Alta, Tafí Viejo y Yerba Buena.

El total de personas inoculadas con dos dosis de alguna vacuna es de poco más de 1.900.000 personas (apenas el 4,2% de la población). A fines del año pasado se había prometido completar la vacunación con dos dosis a 10 M de personas al mes de febrero y aplicar 5 M de nuevas dosis al mes de marzo. **Al 16 de mayo llegaron 12.695.290 dosis de las vacunas Sputnik V, Sinopharm y Oxford-AstraZeneca. Sobre ese total se distribuyeron 11.934.788 dosis y se han aplicado 10.383.925.**

Esto indica que hay 750.502 dosis todavía no distribuidas, y a su vez, **sobre las ya distribuidas hay 1.550.863 dosis almacenadas, sin aplicar.** Dada la gravedad de la situación, es realmente inexplicable.

Mientras tanto, en el Congreso se está debatiendo también un proyecto de ley de **“Emergencia Covid”** propuesto por el Poder Ejecutivo para que el Presidente aplique restricciones a discreción. Si bien el proyecto de ley prevé una “previa consulta” con los gobiernos subnacionales, no es claro que la misma sea vinculante. Tampoco para la formulación y modificación de criterios de evaluación epidemiológica y de los resultados de las restricciones a la movilidad de personas, las actividades educativas y otras. Todo indica que no sería aprobado esta semana, para el próximo viernes se espera que se anuncie el inicio de un período de restricciones más duras, casi como las de la “Fase 1” del año pasado. La provincia de Santa Fe ya anunció el endurecimiento de las restricciones a la circulación hasta el 30 de mayo.

2. *La economía, con viento de cola y en un mar de dudas.*

En este marco, la fuerte intervención estatal se mantiene sin cambios. El conflicto entre el kirchnerismo duro y el equipo económico dio que hablar por un visible paso en falso del ministro de Economía que generó serias dudas sobre su continuidad en el cargo. Previo a la suba de tarifas eléctricas de este mes, se filtró a los medios de prensa la renuncia al el Subsecretario de Energía Eléctrica, Federico Basualdo, que nunca se concretó. Esto dio lugar al apoyo a Basualdo de la vicepresidente y del gobernador de la provincia de Buenos Aires, que forzó al ministro de Economía y al Jefe de Gabinete a mantener a Basualdo en su cargo, mientras se dispuso una suba de 9% de las tarifas eléctricas.

El episodio ha sido quizá uno de los peores momentos para el ministro de Economía y para el propio Presidente: quedó en evidencia su dependencia de la vicepresidente hasta para remover un funcionario de tercera línea. Pero persisten otros puntos de divergencia entre el equipo económico, por un lado, y las posturas de la vicepresidente y los “ultra” del kirchnerismo por el otro:

- a) Acelerar el descongelamiento de tarifas públicas ayuda a sostener la solvencia fiscal (dentro de ciertos límites) y evitar saltos inflacionarios futuros, pero pone en riesgo al oficialismo en los comicios legislativos que se postergarían de octubre a noviembre.
- b) La lucha contra la inflación se complicaría en caso de liberar tarifas públicas, pero eso no asegura per se la solvencia fiscal: bien se podría pasar de subsidios a las empresas a subsidios a los consumidores y el problema fiscal se mantendría irresuelto.
- c) El ala “ultra” alineado con la vicepresidenta desea reprogramar los pagos al FMI **a más de 10 años**; lo cual no es factible según los estatutos del FMI, pero insiste a efectos de que Argentina logre ser el “*leading case*” que inaugure una reforma de tal envergadura, algo que exige, entre otras cosas, un alineamiento político con Washington, hoy inexistente.
- d) Por iniciativa del kirchnerismo, el Senado dio media sanción a un proyecto de ley para utilizar la asignación probable del FMI de nuevos Derechos Especiales de Giro (**U\$S 4.500 M**) a gasto interno asistencial previo a las elecciones de este año. Un dislate, dado que dicha asignación no es en efectivo, y por otro lado sólo es utilizable para pagos internacionales, por caso, para cancelar deudas con organismos internacionales o gobiernos.

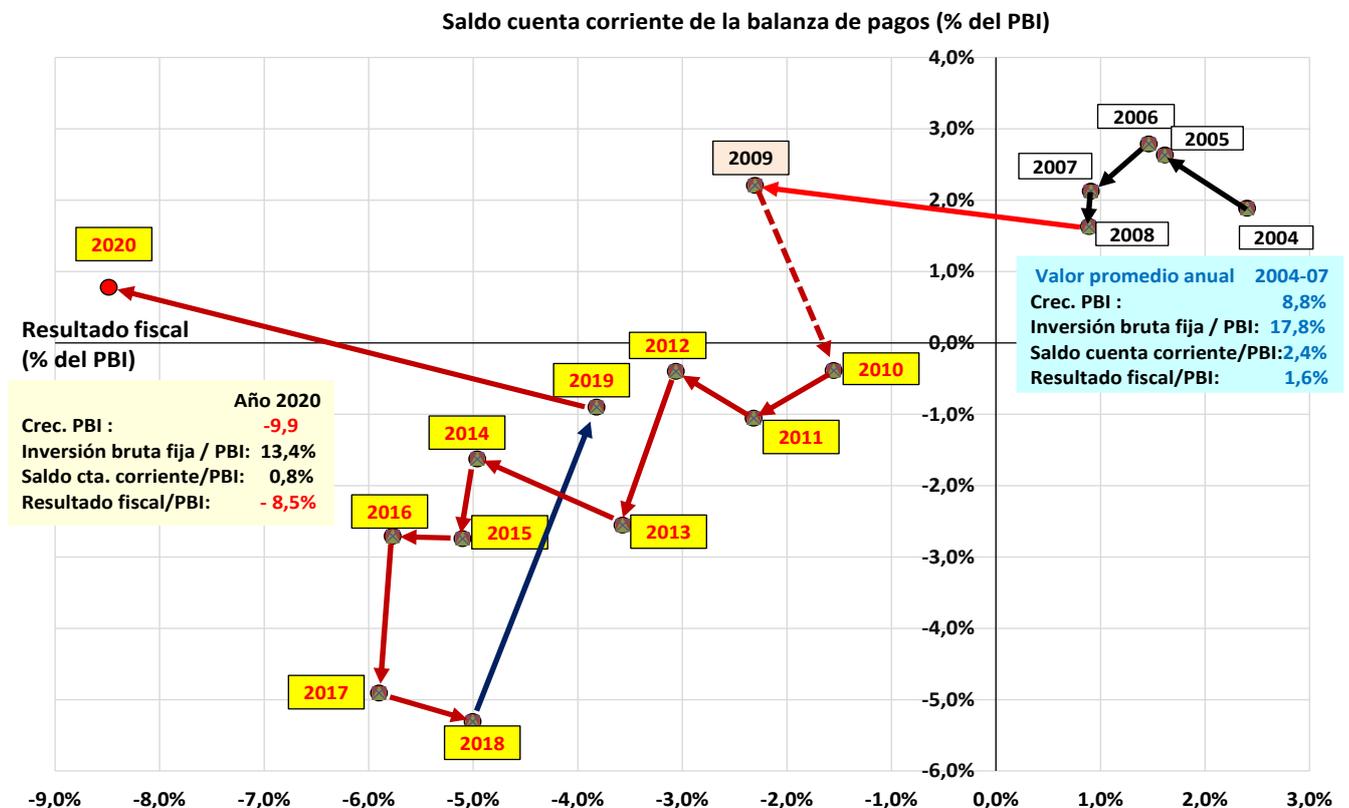
¹ En los barrios vulnerables, la mayoría de los casos acumulados se concentran en los barrios 1-11-14, 21-24-NHT Zavaleta y 15-Ciudad Oculta.

Mientras tanto, el Presidente y unos pocos funcionarios realizaron una gira de una semana por Portugal, España, Francia, Italia y Ciudad del Vaticano para lograr apoyos para renegociar los pagos al FMI. De facto se incumpliría definitivamente con el pago de este año (U\$S 2.400 M) al Club de París, y el ministro de Economía deberá mostrar señales fiscales preventivas, para negociar una reprogramación de pagos algo desahogada y sin pagar excesivos punitivos.

Desde los sectores “ultra”, además, se ha insinuado el deseo de algunas medidas parciales “simpáticas”, pero sin la más básica evaluación de costos y beneficios: a) subas de salario nominales con congelamientos de precios con aumento de gasto en asignaciones discrecionales, b) aumento de retenciones a las exportaciones, c) un impuesto a las “viviendas ociosas” ante la esperable retracción de la oferta de viviendas luego de la puesta en vigencia una nueva ley de alquileres en junio del año pasado.

Más aún, el diputado Máximo Kirchner presentó un proyecto de Ley para reducir tarifas de gas entre un 30% y 50% en zonas frías sumando a los 800.000 beneficiarios actuales otros 3 millones de usuarios. Un proyecto claramente electoralista, dado que los nuevos beneficiarios serían en su mayoría de las provincias de Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe. El costo de mismo se trataría de cubrir con un recargo tarifario al resto de usuarios residenciales y no residenciales. **Según el oficialismo tendría un costo de \$ 10.000 M anuales, pero algunas estimaciones de la oposición llevan la cifra a unos \$ 40.000 M anuales.** De aprobarse esta ley, dejaría al Ejecutivo con margen sólo para aplicar a fines de esta semana un incremento del gas natural en torno de 7%, y forzaría al equipo económico a depender del precio de la soja para sumar ingresos vía retenciones a las exportaciones. En este contexto cuesta imaginar un acuerdo con el FMI antes de las elecciones y sin un programa de ajuste creíble y con apoyo político. El siguiente gráfico muestra el problema inevitable para acordar una reprogramación (“reprofiling”) a 10 años de los vencimientos a pagar el FMI: Argentina debe comprometerse a un programa económico en el que por lo menos en una década en 10 años supere los valores promedio anual de 2004-2007 de: a) crecimiento del PBI, b) tasa de inversión (inversión bruta interna fija como % del PBI), c) resultado fiscal y saldo de cuenta corriente (como % del PBI en ambos casos)

GRÁFICO 4: EL SENDERO DE LA CUENTA CORRIENTE Y EL RESULTADO FISCAL (% DEL PBI). 2004-2020.



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC y del FMI

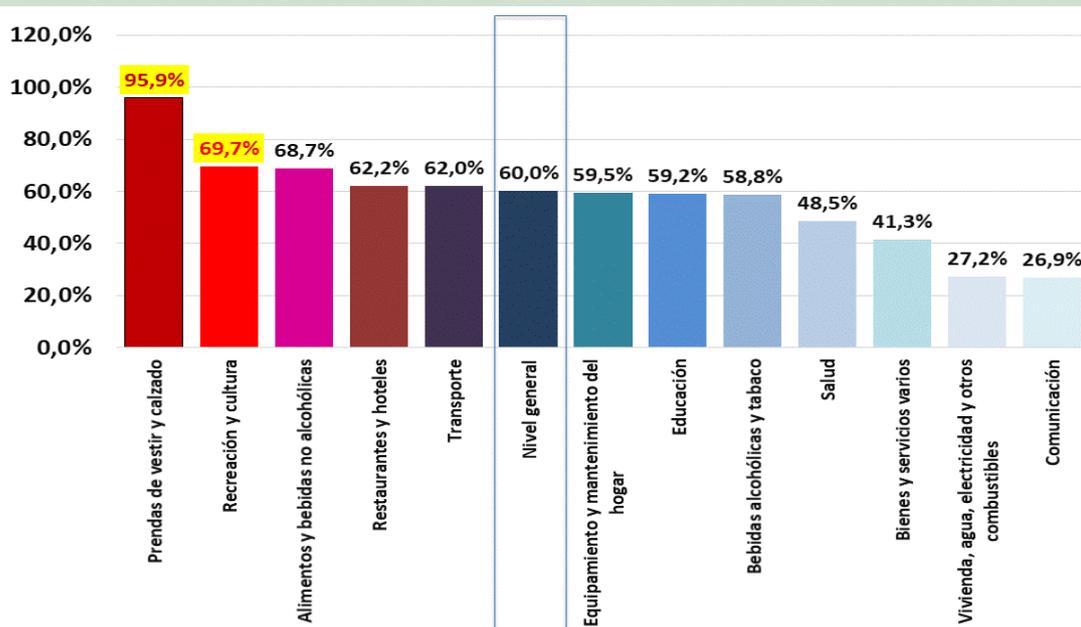
El desafío es pasar rápidamente del escenario de fin de 2020 al primer cuadrante, con un perfil de crecimiento, inversiones, competitividad y disciplina fiscal más exigente que el observado entre 2004-2007, período en el que se reestructuraron pasivos externos, y se prescindió del FMI luego de un pago de U\$S 9.530 M en enero de 2006. **Probablemente esto requiera algún plan de incentivos a las inversiones bastante más ambicioso que el plan de blanqueo para construcción que está en curso y con efecto impacto hasta ahora irrelevante.**

Los números estadísticos permiten dar algún mensaje optimista, si se hacen comparaciones respecto del año pasado, si se mantuviera en promedio el mismo nivel de actividad que en el último trimestre de 2020, **sin estacionalidad podría observarse un crecimiento del PBI de este año de 5% respecto del año pasado. Pero bajo supuestos no muy audaces, en caso de fuertes restricciones y confinamientos por al menos 2-4 meses, el crecimiento real del PBI de ese año podría cerrar entre apenas 3,1% y 4,4%.**

La transición requiere un tipo de cambio real más alto, menores precios relativos de bienes no transables respecto de los transables, bajar costos locales a niveles inferiores los de los principales competidores externos, optar por marcos regulatorios realmente atractivos para el aumento de la inversión real de empresarios locales y del exterior. Pero también una estrategia fiscal coherente con esos incentivos a la inversión.. Caso contrario, no habrá forma de que convencer a ningún inversor ni funcionario del exterior, de que Argentina va a sostener altas tasas de inversión y de ahorro, coherentes a su vez con los superávits fiscal y de cuenta corriente requeridos para cancelar los pagos externos y no repetir la secuencia de eventos de default de las últimas décadas.

El resultado dependerá no sólo de la capacidad técnica del ministro de Economía y de su equipo sino del apoyo que tenga de funcionarios que insisten en promover permanentes aumentos del gasto público y controles de precios y al comercio exterior como “política antiinflacionaria”. En las últimas semanas se conocieron interpretaciones de que la inflación se domina con el control del tipo de cambio, con el control de tarifas públicas, con precios acordados o máximos, con restricciones al comercio exterior, y que la suba de precios actual obedece a la suba de precios internacionales de *commodities* agrícolas. Pero salvo Venezuela ningún país de América Latina tiene la inflación de Argentina. Por caso, Uruguay cerró 2020 con una inflación de 9,4%, Brasil con 4,5%, Chile con 3,0%, Paraguay con 2,2%, Perú con 2,0%, Bolivia con 0,7%, Colombia con 0,5%, y Ecuador con -0,9%. Todos exportan *commodities* y están expuestos a la suba de sus precios. Es claro que la “culpa” no es del resto el mundo. **El propio gobierno impulsa la suba de combustibles de la empresa estatal YPF acompañada por las demás empresas coadyuvando a la suba de precios.** Además, se aplican restricciones a las exportaciones de carnes, y se agita el problema, de la suba de los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas, que desde diciembre de 2019 acumuló una suba de 68,7%, pero nada se menciona en el discurso oficial sobre el sector de **prendas de vestir y calzado, con una suba de 95,9% en igual período (y 99,9% en el aglomerado Gran Buenos Aires).**

GRÁFICO 5: VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR ENTRE DICIEMBRE DE 2019 Y ABRIL DE 2021.

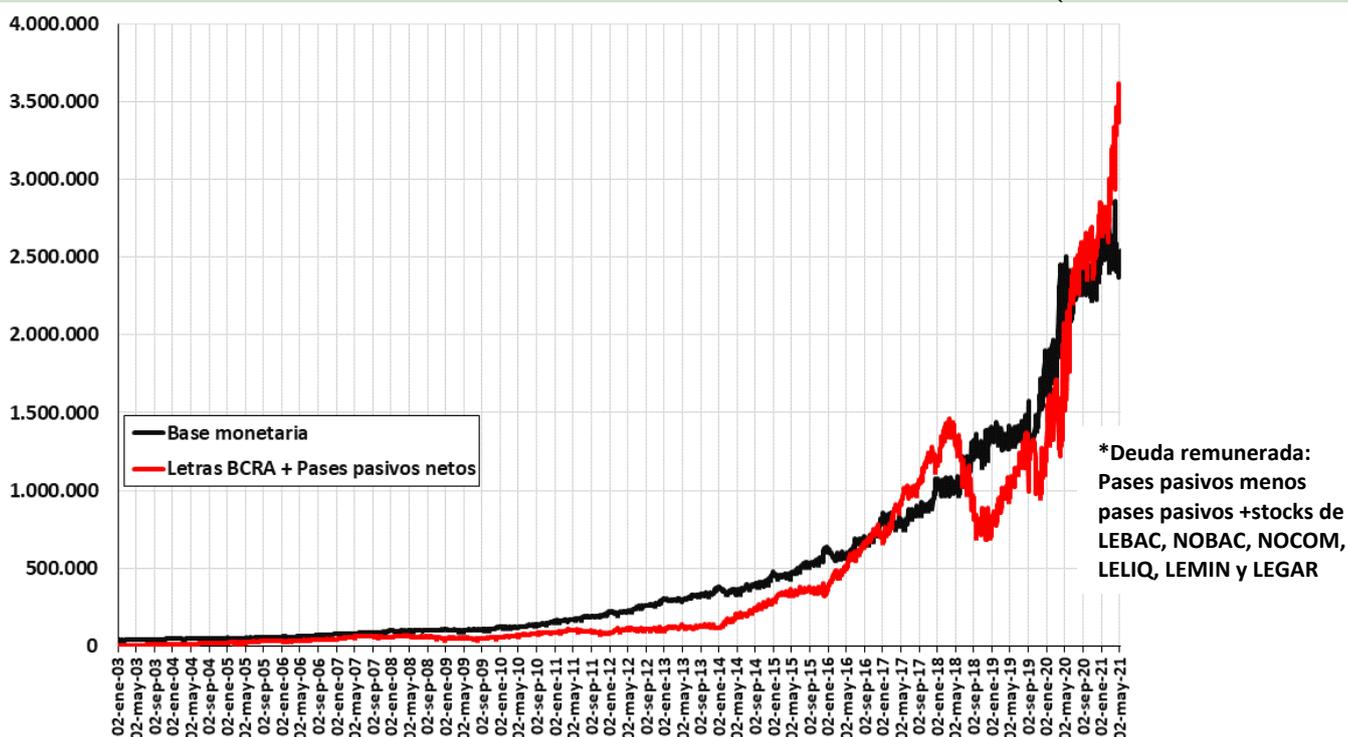


Fuente: INDEC

La visión oficial repite el mismo enfoque del “Vamos por Todo” de 2011 y 2015. Buscar y estigmatizar sectores “enemigos” para encontrar culpables específicos de las subas de precios. Pero sin avanzar en ninguna dirección respecto de estabilizar los precios de los combustibles, no crear expectativas de inflación reprimida a futuro en caso de un “sinceramiento tarifario”, que tarde o temprano va a tener que ocurrir, al igual que una eliminación al menos parcial de los controles de cambios y de capitales. Mucho menos respecto de una desindexación de contratos, que deberá instrumentarse en algún momento y de una reducción de la mecánica de emisión de dinero y de pasivos remunerados del BCRA (letras y pases pasivos).

Con solo ver los gráficos de su evolución, es más que claro que la acumulación de pasivos fiscales y cuasifiscales a la velocidad que se observa desde principios de 2019, es claro que se trata de una mecánica insostenible, que debiera también empezar a desactivarse de alguna forma

GRÁFICO 5: EMISIÓN DE PASIVOS MONETARIOS Y DEUDA REMUNERADA DEL BCRA* (ENERO 2003-MAYO 2021)



Fuente: BCRA

Todavía no se observan signos de reversión de este ritmo de emisión de pasivos monetarios y de deuda remunerada del BCRA. Lo que sí se mantiene como una constante desde diciembre de 2019 es el sesgo hacia una emisión para financiar al Tesoro, compensada con la contracción de base monetaria en el sistema financiero vía pases y colocación de letras.

El resultado entre diciembre de 2019 y mayo de 2021 (hasta el día 12) es el incremento acumulado de la base monetaria en \$ 867.086 M y del pasivo cuasifiscal del BCRA por letras y pases en \$2.444.798 M. Un pasivo que es esencialmente una promesa de pagos con futura emisión monetaria que tarde o temprano deberá ser reducida, ya que al tener en general vencimiento a corto plazo, solo puede sostenerse en la medida que el público decida renovar sus depósitos, pero es una mecánica que va a restar liquidez para financiar al sector privado no financiero y que sin una baja de la inflación, exigirá altas tasas de interés, mayores que las actuales..

Bajo esas condiciones, es claro que las perspectivas de estabilidad, expansión del crédito y crecimiento económico seguirán siendo inciertas. Y también las de reversión del proceso de empobrecimiento y subdesarrollo que bajo las condiciones actuales, no puede sino empeorar.

CUADRO 1: VARIACIONES MENSUALES DE LA BASE MONETARIA (DICIEMBRE 2019 A MAYO 2021)

Período	Para financiar al Tesoro (I)	Redesc. intereses, primas y rem ctas. del sistema financiero (a)	Contracción via Letras y pases (b)	Emisión hacia el sistema financiero (II) = (a) + (b)	Por compra de divisas al sector privado	Variación total
dic-19	244.282	53.128	-140.685	-87.557	67.035	223.760
ene-20	14.673	52.217	-300.214	-247.997	46.814	-186.510
feb-20	110.805	37.376	-125.270	-87.895	-15.647	7.263
mar-20	187.884	52.351	327.108	379.458	8.606	575.949
abr-20	271.853	55.849	-716.026	-660.177	-36.631	-424.956
may-20	279.170	42.382	-11.312	31.071	-46.076	264.164
jun-20	292.597	63.441	-369.231	-305.790	46.402	33.209
jul-20	171.236	59.783	73.915	133.698	-40.535	264.399
ago-20	60.119	56.377	-164.515	-108.138	-93.656	-141.675
sep-20	206.297	63.943	-42.432	21.512	-121.339	106.470
oct-20	-116.902	72.415	-39.626	32.789	-84.521	-168.634
nov-20	18.741	28.645	-18.899	9.746	-26.273	2.214
dic-20	347.378	69.302	-224.376	-155.074	50.681	242.985
ene-21	-52.923	36.233	14.765	50.998	12.975	11.050
feb-21	-13.613	57.733	-172.588	-114.855	56.045	-72.423
mar-21	125.688	89.897	-326.130	-236.233	133.954	23.409
abr-21	-9.383	86.482	-266.500	-180.019	127.221	-62.181
may-21 (al día 12)	-23.901	28.705	59.218	87.923	104.570	168.592
Total acum. desde dic -19	2.114.001	1.006.259	-2.442.798	-1.436.540	189.625	867.086
Prom. mensual	117.444	55.903	-135.711	-79.808	10.535	48.171
Var % acumulada Mayo 2021 vs. nov. 19						51,9%
Total acum. desde mayo-20	1.284.504	755.339	-1.487.710	-732.372	119.447	671.579
Prom. mensual	176.167	83.855	-203.567	-119.712	15.802	72.257
Var % acumulada Mayo 2021 vs. mayo 2020						31,5%
Total acum. desde dic-20	25.867	299.050	-691.235	-392.185	434.765	68.447
Prom. mensual	5.173	59.810	-138.247	-78.437	86.953	13.689
Var % acumulada Mayo 2021 vs. mayo 2020						2,8%

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

PANORAMA INTERNACIONAL

EE.UU.: MÁS INFLACIÓN, NO TANTO EMPLEO

Jorge Viñas

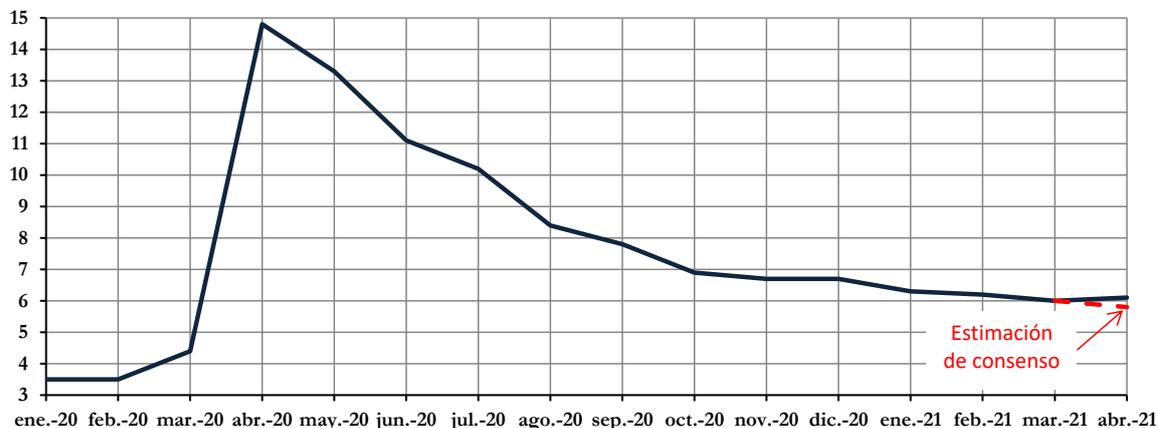
En EE.UU. se crearon 266.000 nuevos empleos, mucho menos que la expectativa de 1 millón, y la inflación saltó a 4,2% interanual, la mayor desde el año 2008. Por el momento, no se anticipan cambios en el sesgo expansivo de las políticas monetaria y fiscal.

1. Datos de empleo e inflación no alteran el curso de la política económica.

El optimismo generado por el avance de las campañas de vacunación contra el Covid-19 y por la combinación de políticas fuertemente expansivas por parte de la Fed y del gobierno de Biden, chocó en las últimas semanas con datos decepcionantes para el mes de abril en dos frentes clave: empleo e inflación. Si bien no es necesario aclarar que los datos de un solo mes no son suficientes como para extrapolar una tendencia, se empiezan a encender algunas luces amarillas respecto a la capacidad y la efectividad de las herramientas de política económica aplicadas para lograr la rápida recuperación que se está anticipando.

El reporte de empleo de abril arrojó una creación neta de 266.000 nuevos puestos de trabajo, cuando el consenso compilado por Bloomberg esperaba una creación de 1 millón de empleos. Adicionalmente, hubo una fuerte revisión a la baja de las cifras de marzo, de 916.000 a 770.000, parcialmente compensada por una revisión al alza de 68.000 en las de febrero a 536.000. También la tasa de desempleo mostró una evolución opuesta a lo esperado, aumentando de 6,0% en marzo a 6,1% en abril, frente al 5,8% estimado por el consenso (véase el gráfico 6).

GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DESEMPLEO (%)



Fuente: Bloomberg

Las expectativas positivas respecto a una masiva recuperación en el empleo durante abril se habían alimentado a partir del relajamiento de las medidas restrictivas ante el progreso en la campaña de vacunación, lo que estaba permitiendo que muchas empresas, especialmente en los sectores de servicios, empezaran a normalizar su actividad y requerir nuevamente personal. El resultado tan decepcionante refleja que **la relación entre reapertura de la economía, estímulos de política económica y normalización de la actividad no es tan lineal, sino que existen cuellos de botella por cuestiones de rigidez de oferta, así como problemas de incentivos, que tornan dicha relación mucho más compleja.**

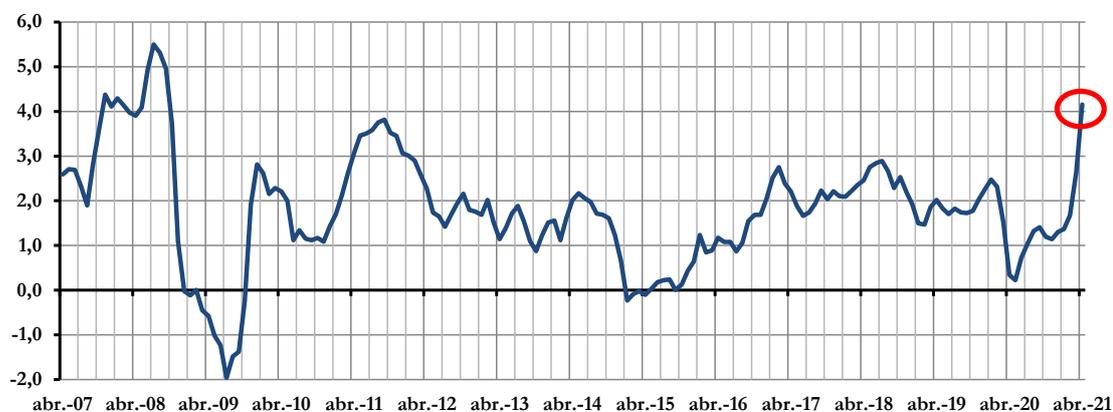
En efecto, muchas empresas que salieron a contratar personal no consiguieron candidatos para cubrir las vacantes. Esta dificultad, a priori inesperada en una economía que aun no ha reincorporado a más de 8 millones de trabajadores que perdieron su empleo en los primeros meses de la pandemia, obedecería a dos causas principales. Por un lado, aparece el problema de **la falta de capacitación de la mano de obra desocupada para cumplir las tareas en las áreas donde surgen las nuevas oportunidades laborales** (problema que suele identificarse con el término en inglés “*mismatch*”). Se trata de un problema que ya se venía manifestando de la mano del cambio tecnológico, que ahora se ve magnificado por la aceleración de dicho proceso generada por la pandemia.

Por otro lado, se presenta un problema más novedoso, al menos para los estándares estadounidenses, ligado al “éxito” de los planes de asistencia implementados para amortiguar el impacto negativo de la pandemia sobre los ingresos de la población. Ocurre que las transferencias de U\$S 300 semanales que reciben quienes se encuentran desempleados constituyen una barrera elevada para incentivar la búsqueda laboral, al menos por los salarios vigentes en la actualidad. Esto lleva a que **las empresas se vean obligadas a ofrecer salarios más elevados para cubrir las vacantes disponibles.** La medición de ingresos laborales promedio por hora del reporte de empleo de abril registró una variación mensual de +0,7%, frente a la expectativa de que permaneciera estable según el consenso de Bloomberg, aunque el promedio mensual de 0,3% de los últimos tres meses no permite inferir por el momento un patrón de aumento creciente. Se trata de un indicador que será seguido con mucha atención en los próximos meses como fuente potencial de presiones inflacionarias adicionales.

Respecto a la **inflación**, si bien se anticipaba una aceleración significativa en la variación interanual de los índices de abril, debido a la baja base de comparación del año anterior y algunos factores puntuales ligados a la reapertura de la economía, la magnitud del aumento resultó aún mayor a lo esperado. **La inflación minorista registró una variación de +4,2% interanual, la más elevada desde 2008, frente al +2,6% de marzo y al +3,6% esperado** (véase el gráfico 7). La inflación mensual trepó a +0,8%, respecto a +0,6% de marzo, contra las expectativas que apuntaban a una desaceleración a +0,2%. La sorpresa al alza no obedece sólo a los componentes más volátiles del índice, ya que **la inflación subyacente,**

que excluye alimentos y energía, también se aceleró a +0,9% mensual, un registro que no se verificaba desde el año 1981.

GRÁFICO 7. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN MINORISTA – VARIACIÓN INTERANUAL (%)



Fuente: Bloomberg

Además de las subas que vienen registrando los precios de muchas materias primas como el cobre o la madera, una amplia gama de productos registró fuertes aumentos de precios en abril, como computadoras, televisores, muebles y juguetes. También algunos servicios, como los pasajes de avión, las comidas en restaurantes y los hoteles, donde la normalización de la demanda dio lugar a reajustes de precios. Pero sobresale **el aumento de precios de los autos usados, que saltaron +10% en abril** y acumulan +21% en el último año, debido a que la falta de autos nuevos disparó la demanda de autos usados².

El aumento mayor a lo esperado de los precios en abril reavivó el debate respecto a si la aceleración inflacionaria se trata de un fenómeno transitorio o permanente. Para los que sostienen que obedece a factores transitorios, el hecho de que los aumentos de precios hayan sido de una magnitud mayor a la anticipada no altera la esencia del problema. Según ellos, la pandemia no ha causado un daño permanente en la oferta de bienes y servicios, sino que los cierres y la incertidumbre han provocado atrasos que llevará un tiempo normalizar, pero más temprano que tarde las cadenas productivas se normalizarán y se agotarán las presiones alcistas sobre los precios.

Del otro lado, quienes alertan sobre los peligros de una aceleración inflacionaria de carácter más permanente, resaltan que cuanto mayor es el aumento de precios supuestamente transitorio, mayor es el riesgo de que se contaminen las expectativas inflacionarias. Esto aumenta la probabilidad de que se genere una mayor persistencia en la inflación, especialmente si las autoridades monetarias se muestran complacientes y no adoptan medidas preventivas para evitarlo. Según esta postura, se trata de un condimento más dentro de un menú que está conduciendo a un cambio de régimen que llevará a una tasa de inflación más elevada en los próximos años respecto a la registrada en las últimas décadas: i) política monetaria y fiscal fuertemente expansivas, con creciente dominancia fiscal; ii) reversión en la caída de la velocidad de circulación del dinero; iii) agotamiento del impacto desinflacionario de China.

Hasta ahora, las medidas de **expectativas inflacionarias** derivadas de la operatoria de los mercados financieros muestran una incipiente tendencia alcista, aunque no suficiente para argumentar que se está ante un proceso de desanclaje de expectativas.

En el gráfico 8 se presenta la evolución de la inflación implícita en la valuación de mercado de los bonos del Tesoro a 10 años, medido por el diferencial entre el rendimiento nominal y el rendimiento real. Allí se puede apreciar que buena parte del aumento registrado en el último año se trata de la normalización tras el shock deflacionario inicial de la pandemia.

² Este es un ejemplo de cómo los cuellos de botella en las cadenas productivas están repercutiendo sobre la formación de precios en la economía. Debido a las restricciones impuestas por la pandemia, la producción de microprocesadores que se concentra mayormente en los países del Este de Asia se vio interrumpida, lo que condujo a una abrupta caída de stocks. Dado que el ciclo productivo dura varios meses, los fabricantes no han podido abastecer la creciente demanda, generándose una escasez aguda que afecta a una amplia gama de industrias para las que los microprocesadores constituyen piezas clave de sus productos. Una de ellas es la industria automotriz, que se ha visto forzada a frenar la producción de autos nuevos por la falta de microprocesadores. La falta de autos nuevos ha redireccionado la demanda hacia los autos usados, provocando el salto en los precios, que en muchos casos superan el de los autos nuevos.

A principios de 2021, la inflación implícita superó el promedio de los últimos 10 años, que se ubica en torno al 2%, lo que coincide con la meta de inflación de la Fed. Desde entonces ha subido un 0,50% adicional, ubicándose al 12 de mayo en 2,51%, en el tope del rango vigente en los últimos 10 años. **En los próximos meses será importante observar el comportamiento de este indicador, especialmente si la inflación continúa sorprendiendo al alza.**

GRÁFICO 8. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN IMPLÍCITA EN LOS BONOS A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg

Mientras tanto, la Fed y el gobierno de Biden reafirman sus respectivas estrategias. Por el lado de la Fed, su presidente J. Powell ha tenido varias apariciones públicas recientes en las que ha mantenido invariable su alineamiento con la postura de que la aceleración inflacionaria es de carácter transitorio, por lo que no corresponde tomar ninguna medida por el momento. De acuerdo a la nueva meta de inflación de 2% anual en promedio, insistió en que la Fed va a dejar que la inflación supere dicho nivel por algún tiempo ante de empezar a hacer ajustes. De esta forma, descarta la posibilidad de realizar cambios preventivos teniendo en cuenta que la política monetaria actúa con retraso (“lags”) sobre la inflación. Hay que recordar que según las últimas proyecciones de los miembros de la Fed, no habría suba de tasas hasta el año 2023.

Por su parte, el Presidente Biden continúa avanzando sin pausa para implementar las principales iniciativas de su plataforma electoral. Está en plena negociación con la oposición republicana en el Senado para que la aprobación del plan de infraestructura por U\$S 2,25 billones anunciado en marzo, denominado *American Jobs Plan*, cuente con una mayoría amplia. Adicionalmente, en su primera exposición ante el Congreso el 28 de abril, anunció un segundo plan de inversión pública, denominado *American Families Plan*, destinado a mejoras en educación y en bienestar social por U\$S 1,8 Bn..

Para financiarlo, Biden promueve un aumento del impuesto a las ganancias para el rango superior de ingresos, mayores a U\$S 400.000 anuales. El plan contempla llevar la alícuota máxima sobre los ingresos a 39,6%, el nivel que tenía antes de la reforma impositiva de Trump de 2017 que la bajó a 37%, y duplicar la alícuota sobre las ganancias de capital, con lo que proyecta recaudar U\$S 1,5 Bn. a lo largo de 10 años.

Si bien a priori ambos programas de inversión pública se financiarían con aumento de impuestos sin provocar un aumento sostenido del déficit fiscal, en la práctica es difícil que se cumpla. En las negociaciones parlamentarias, los republicanos pretenden planes de inversión pública mucho más limitados, en el caso del plan de infraestructura pretenden que no exceda U\$S 0,8 Bn. frente a los U\$S 2,25 Bn. el plan de Biden, mientras que se oponen a cualquier suba de impuestos. Al final del camino, **parece más probable que cedan en relación a los planes de inversión pública que en la suba de impuestos, en cuyo caso el resultado de la negociación conduciría a un nuevo aumento del déficit fiscal.**

2. Crece la conflictividad de China con EE.UU. y con sus vecinos del este asiático

SI bien en las últimas semanas el recrudecimiento del conflicto entre israelíes y palestinos ha capturado los titulares de los medios de comunicación, su relevancia geopolítica y económica parece haber decaído respecto a épocas anteriores. Históricamente, el principal canal de influencia de los conflictos en Medio Oriente ha sido la suba de los precios del petróleo. En la actualidad, dicha influencia se ve atenuada por la importancia que ha adquirido el petróleo no convencional

de EE.UU. en la oferta global de crudo, así como por la experiencia histórica que indica que la escalada de violencia suele extenderse por períodos relativamente cortos, por lo que la eventual restricción de oferta de petróleo de Medio Oriente tiene carácter transitorio.

En los tiempos que corren parece mucho más relevante para las perspectivas globales el creciente grado de conflictividad que presenta China, tanto con EE.UU. **como con los países del Este asiático y Australia**. El aumento de la conflictividad está directamente relacionado con el hecho de que China está intensificando sus esfuerzos por transformar su creciente poderío económico en un expansionismo territorial en Asia y en una influencia política más determinante en otras regiones del mundo. Esto desafía el liderazgo global de EE.UU. y pone en peligro la seguridad y la integridad territorial de sus vecinos en Asia. El alto grado de interrelación económica que ha alcanzado China con EE.UU. y con los países asiáticos lleva a que, si dicha conflictividad continúa escalando, se transforme en una verdadera amenaza para la economía global a mediano y largo plazo.

En relación a EE.UU., las disputas exceden largamente los alcances de la “guerra comercial” desatada por Donald Trump durante su presidencia. Si bien Biden resaltó en su primer discurso ante el Congreso que no cesará en la búsqueda de forzar a China a competir en términos parejos y equitativos, el frente comercial bilateral no surge como el más álgido en la actualidad. La lista de reclamos que generan tensión abarca: la supresión de los derechos democráticos en Hong Kong, la intención de anexar Taiwán, las pretensiones sobre el Mar del Sur de China, la violación de derechos humanos de minorías étnicas en la región de Xinjiang, el espionaje tecnológico y la creciente injerencia de China en la política interna de aquellos países de Asia, África y Latinoamérica a los que asiste con préstamos e inversiones y, más recientemente, con vacunas.

En forma paralela, por varios de los motivos mencionados también crece la tensión con sus vecinos del este asiático y con Australia. Con muchos de ellos, el principal foco de conflicto pasa por las pretensiones de China sobre el Mar del Sur de China. **En marzo de este año, 200 buques de guerra chinos se concentraron en las islas Spratly cerca de Filipinas, poniendo en alerta al gobierno filipino, que reiteró la vigencia de un fallo arbitral internacional de 2016 que es desconocido por China, si bien esto no significa que haya riesgo de guerra inminente.** El interés de China sobre el Mar del Sur de China radicaría en el potencial minero de su lecho.

Respecto a la cuestión de Taiwan, recientemente el Presidente Biden y el nuevo Primer Ministro de Japón emitieron una declaración conjunta en la que se comprometen a mantener “la estabilidad en el estrecho de Taiwan”, en alusión velada a los intentos de anexión de China. China rechazó enfáticamente dicha declaración. Pero el país que está mostrando el mayor nivel de agresividad retórica en sus reclamos contra China es Australia. **El 25 de abril, durante una celebración patria en Australia, el nuevo ministro de Defensa dijo que un conflicto con China por Taiwán “no debe descartarse”.**

El inicio del conflicto entre Australia y China se remonta a cuando el primer ministro australiano acusó a China de ser la causante de la pandemia del Covid-19, lo que provocó como represalia la imposición por parte de China de severas restricciones a las importaciones provenientes de Australia. La más reciente involucra a los vinos australianos, sometidos a aranceles de entre 116% y 218% por supuesto dumping. Las exportaciones de vino australiano a China ascendieron a US\$ 900 M en 2019. Medidas similares anteriores abarcan a la carne vacuna y a la cebada.

Volviendo a EE.UU., en el Congreso está avanzando con acuerdo de ambos partidos una ley (denominada *Strategic Competition Act of 2021*) que apunta a contrarrestar la creciente influencia global de China. El objetivo fijado en el texto propuesto es sostener el liderazgo global de EE.UU. Si es aprobada, como parece probable dado el apoyo bipartidario, la ley prevé extender las sanciones a dirigentes chinos acusados de violación de derechos humanos en Hong Kong y Xianjing, autorizar la asignación de fondos para promover la democracia en Hong Kong, eliminar las restricciones para que las autoridades estadounidenses puedan interactuar con sus pares taiwaneses, y establecer un programa para ayudar a los países del centro y el este de Asia a desarrollar su infraestructura, buscando contrarrestar la iniciativa similar implementada por China.

Un punto importante desde la perspectiva latinoamericana es que el texto original de la ley fue modificado a fines de abril para incluir a los países de América Latina y África entre los elegibles para recibir ayuda financiera para contrarrestar la influencia de China. A tales fines, se prevé fortalecer a la *US International Development Finance Corp* (IDFC) para competir contra el Banco de Desarrollo de China, que ha cumplido un rol clave en la estrategia de expansión financiera de China.

LOS COMMODITIES EN ALZA Y LA RELACIÓN CON LA INFLACIÓN MUNDIAL

Leandro Marcarian

Los precios de los commodities están experimentando un boom similar al de 15 años atrás. Entre sus causas se encuentran el alza en la demanda como consecuencia de la recuperación económica mundial, cuellos de botella en la producción y la expectativa de una mayor inflación en Estados Unidos. Sin embargo, el riesgo de una aceleración de los precios del consumidor en el corto plazo es todavía bajo.

1. La suba del precio de los commodities

Tras el desplome general en el precio de los commodities en 2020, a causa de la pandemia del Covid-19 y la consecuente caída abrupta en la demanda mundial, el 2021 los recibe con una nueva tendencia al alza que tomó al mundo por sorpresa. Por un lado, la recuperación de los precios fue mucho más rápida de lo esperado. A partir del piso que vivieron los precios entre abril y mayo de 2020, la gran mayoría de los productos tuvieron una recuperación en forma de V. A los índices de precios de commodities de alimentos, bebidas y de materias primas del Banco Mundial les tomó solo 6 meses recuperar su valor de pre pandemia. A su vez, dicha recuperación de los precios cortó con un ciclo donde la tendencia de los precios era hacia la baja. Con la excepción del trigo y el hierro, que estaban mostrando una leve tendencia al alza ya desde hace algunos años, todos los otros commodities; entre ellos el aluminio, el carbón, el petróleo, el cobre y la soja; estaban experimentando una época de retroceso en sus precios que había comenzado en 2018.

La pregunta que muchos se hacen es por qué se está dando semejante suba en los precios de los commodities. La respuesta tiene muchas aristas. Por un lado, se puede argumentar que la emisión de dólares por parte de la Fed para atacar la recesión causada por la pandemia, finalmente esté buscando un destino por fuera del atesoramiento, que los asegure frente a una expectativa de inflación más alta. Mientras las tasas de interés se mantengan en los niveles actuales, una mayor inflación futura implicará tasas reales negativas. Ante esa perspectiva, los inversores buscan refugio en otros activos, como los commodities.

El temor por una mayor inflación no es completamente infundado. El IPC norteamericano ha sumado una décima de punto porcentual por mes desde diciembre a febrero pasando de 0,2% a 0,4%, y se ha acelerado a dos décimas a partir de febrero, llegando a totalizar un 0,8% en abril, muy por encima de lo que esperaba el mercado. Esto significa que, si bien la inflación todavía se mantiene dentro del rango de lo que la Fed considera aceptable, su dinámica se ha acelerado desde diciembre pasado, por lo que la intención por parte de los inversores de buscar un refugio frente a la inflación encuentra sustento en la data de inflación reciente.

De todos modos, el alza reciente en la inflación norteamericana podría ser solo algo temporario y no un shock de mayor duración. De ser así, no es motivo de mayores preocupaciones, y el atractivo de los commodities como un seguro contra la inflación pierde sentido, justamente porque no habría inflación. Distinto sería el caso si el dato de abril es el primero de muchos, que efectivamente marcaría el inicio de una aceleración en la inflación. Aun si este fuese el caso, todavía quedaría ver cuál sería la respuesta de la Fed ante el mismo, y su efectividad.

Si la Fed respondiera en tiempo y forma, no hay motivos para creer que no podría controlar dicho fenómeno, como lo ha hecho en el pasado. Por el momento, la Fed no ha ajustado sus tasas al alza, manteniéndolas prácticamente sin cambios desde abril de 2020, en un valor del 0,07%. Esto puede ser entendido como una señal de que la Fed está dispuesta a soportar un mayor nivel de inflación, al menos en el corto plazo, lo que convalida la decisión de buscar otros activos como refugio.

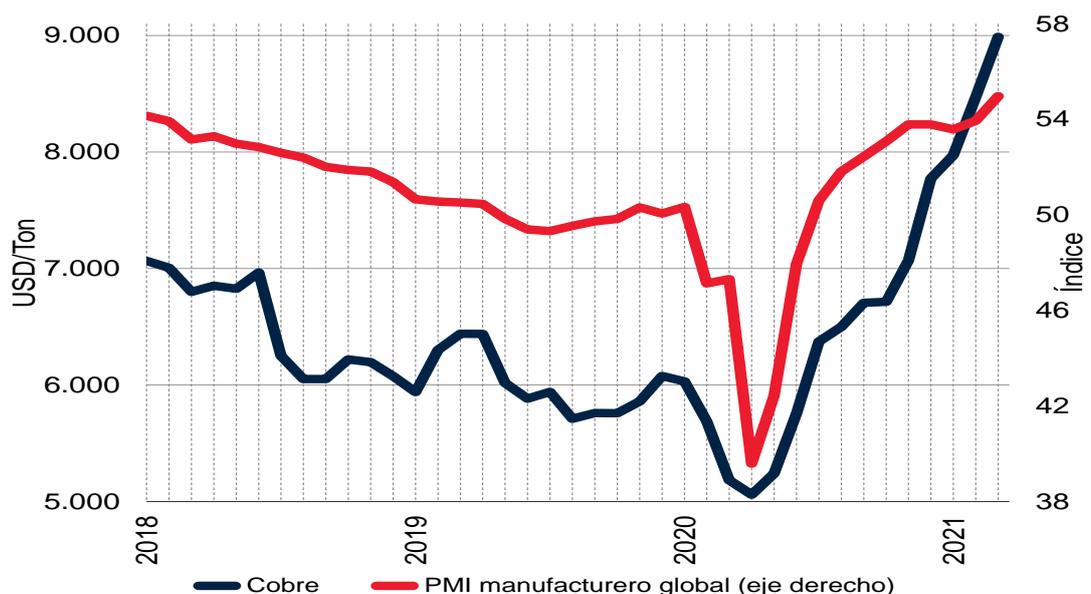
Otra razón que se está dando para explicar el alza del precio de los commodities es la recuperación económica mundial. Para dar una idea de ellos, los niveles de exportaciones de los países de la OCDE ya han superado sus valores de pre pandemia, totalizando más de 956 mil millones en febrero pasado. No solo eso, sino que el FMI ha revisado sus proyecciones de crecimiento mundial al alza para 2021, llevándolas de un 5,5% en enero al 6% actual. El mundo finalmente empieza a ver una luz al final del túnel de la pandemia. Los países, aunque de a poco y cada uno a su ritmo, están abandonando las medidas de aislamiento y las distintas restricciones que dominaron la vida civil y productiva durante el año que transcurrió entre marzo de 2020 y marzo de 2021. En este proceso, los niveles de consumo recuperan sus valores de pre pandemia y la producción se reactiva.

Esto por sí solo no debería ser causante del alza de los precios. Para que dicha alza se realice, la oferta debe estar quedando rezagada. Y eso es efectivamente lo que se ve en los datos, ya que el *backwardation* está en sus niveles máximos de los últimos 15 años. *Backwardation* es el término que se utiliza en el mundo financiero para referirse a que el precio spot de un producto, en este caso los commodities, es más caro que su respectivo futuro. Que el precio presente sea mayor al precio futuro es un indicativo de cuellos de botella en la producción. Las empresas no pueden aumentar la producción lo suficiente para hacer frente a la nueva demanda, por lo que el precio spot aumenta, pero si lo podrán hacer en el mediano plazo cuando logren ajustar sus factores productivos. Como el mercado conoce y anticipa esto, es que descuenta un precio futuro menor. El *backwardation* para los commodities se calcula como la diferencia entre el Índice Bloomberg de Commodities spot y su futuro a un año. Esta prima está cerca del 10%, y vuelve a tener valor positivo por primera vez desde 2014, lo que indica que los cuellos de botella en la producción de commodities son realmente importantes.

Sumado a esto se tiene como parámetro lo que sucede con el precio del cobre. Este metal tiene la característica particular de que se suele usar como barómetro para medir el estado de salud de la economía China, e indirectamente, la mundial. Alzas en su precio indican una economía en auge, mientras que una caída se asocia con contracciones. Utilizando el índice PMI manufacturero global como proxy de los movimientos de la economía mundial, puede verse del gráfico 9 que la evolución de estas dos variables ha sido pareja a lo largo de los últimos 3 años, lo que permitiría creer que efectivamente el mundo está entrando en una nueva fase expansiva. La expectativa de mayores niveles de consumo en el futuro próximo lleva a las empresas a expandir sus pedidos de insumos, y esto, en una situación donde la oferta es lo suficientemente inelástica, da como consecuencia un alza en los precios. A su vez, utilizando al cobre como señal de una futura expansión, **es de esperar que la demanda del resto de los commodities se anticipe a futuras alzas en los precios, aumentando su demanda hoy para agrandar sus stocks** – siempre que sea posible – haciendo que el alza esperada en precios se termine dando en el presente.

Al análisis del precio del cobre se le debe sumar un último factor. El aparente auge de la economía verde. No es una novedad que las economías tienden hacia un modelo de producción más amigable con el medio ambiente. Sin embargo, el fin de la pandemia le ha dado a este enfoque un nuevo impulso. Distintos países han hecho explícito su compromiso de acelerar el proceso de transformación de sus economías hacia un sistema más sostenible, donde los autos eléctricos y las energías renovables tomarán una importancia significativa. Todas estas tecnologías utilizan al cobre como insumo básico. Por lo que se espera que la demanda de este metal no deje de subir. Bloomberg, en su *New Energy Outlook* ha proyectado que se duplicará de acá a 2050, por lo que el precio del mismo seguramente continuará en la línea ascendente que viene mostrando a partir del segundo semestre del año pasado, si la producción no puede acompañar ese proceso.

GRÁFICO 9: PRECIO DEL COBRE E ÍNDICE PMI MANUFACTURERO GLOBAL. 2018 A 2021



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Mundial.

2. De los commodities a la inflación de precios al consumidor

De lo dicho anteriormente se pueden deducir dos conclusiones. Los commodities están aumentando de precio, y su causa se debe tanto a factores de oferta como de demanda. La duda que surge a partir del alza del precio de los commodities es si será trasladado a los consumidores. En rigor, la respuesta depende de qué materia prima se esté hablando. Como se mencionaba anteriormente, el cobre es utilizado como insumo industrial. Pero su relación con el precio final de los productos es mucho menos clara. Como ejemplo puede citarse el período 2009 a 2011, donde el valor de este metal se multiplicó por 5 prácticamente, mientras que la variación en la inflación mundial fue despreciable.

Distinto es el caso del petróleo, el cual es utilizado por una amplia gama de industrias, particularmente para la producción de combustibles y químicos, los cuales tienen influencia sobre los costos de transporte, y, por último, en el precio final al que llegan los productos a los consumidores. A diferencia del cobre y de los otros commodities, el combustible si es una parte importante de los distintos IPC, por lo que un alza del precio del petróleo si podría tener un impacto más claro en los niveles de inflación. Sin embargo, más allá del repunte en el precio del barril del Brent a partir de los mínimos vividos en abril de 2020, los precios aún siguen en valores similares a los de 2018. O sea, el alza en el precio del petróleo puede ser interpretado no tanto como un aumento, sino como un retorno a sus valores de pre pandemia, por lo que tampoco debería encender ninguna alarma por el momento.

GRÁFICO 10: PRECIO DEL BARRIL DE PETRÓLEO BRENT. 2005 A 2021



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Mundial.

La realidad es que los consumidores no compran commodities, sino que consumen bienes manufacturados. Ya se dieron como ejemplo los casos del cobre y el petróleo, pero claramente hay otros. La población no consume algodón, sino prendas de vestir, lo mismo con los granos de café o el azúcar. El efecto sobre el nivel general de precios es indirecto. Por lo que la cuestión de si las materias primas, que básicamente son un insumo en la producción, impactarán en el precio final del producto se reduce a estudiar qué lugar ocupan dichos insumos en las respectivas estructuras de costos. Para la gran mayoría de los commodities, excepto el petróleo, su proporción sobre el costo final de los productos es muy pequeña. El acero representa apenas el 10% del costo de producción de un auto en Estados Unidos. Los productos de madera son solo el 1,2% de la estructura de costos de la construcción en España. El trigo es el 11,8% del costo del pan en Argentina según FADA. El costo de los materiales de una remera hecha en Bangladesh es el 25% del costo al que se ofrece a los consumidores en Canadá. Para la producción de prendas en Argentina, ese porcentaje se reduce al 8,5%.

También debe evaluarse si los productores transferirán esos mayores costos al público o no. En general, los productores prefieren suavizar la volatilidad del precio de los commodities sobre el precio de sus productos. El precio del

producto final varía poco, y el productor absorbe pérdidas en las épocas donde los commodities aumentan, y aprovecha los márgenes cuando éstos caen.

Un ejemplo muy claro de esto puede verse al estudiar la relación entre el precio de los autos a estrenar y del acero en Estados Unidos. Mientras que el precio de los autos varió en promedio un 0.8% interanual entre 2010 y 2021, el precio del acero se movió 11 veces más, con una variación media del 9.2%. No solo eso, mientras que el precio de los autos se movió dentro del intervalo (-2%, 4%); el acero lo hizo en el (-41%, 221%). Por último, hay que recalcar que mientras el desvío estándar del precio de los automóviles fue de 0.012, el del precio del acero fue 31 veces más grande. La estabilidad en el precio de los autos a estrenar contrasta con la del commodity usado como insumo, lo que vuelve a poner en duda la teoría de que estos últimos pueden llegar a causar un aumento en el nivel general de precios. Si bien este es solo un ejemplo, el ejercicio puede replicarse para otras materias primas, llegando casi siempre al mismo resultado.

Hablando en términos más generales, ya se ha vivido otro boom de precios en el pasado reciente. Aproximadamente a partir del año 2003/2004 comenzó el último super ciclo de los commodities, el cual duró unos 10 años. Durante ese período, los commodities vieron alzas en sus precios similares, o hasta aún mayores que las que se están viendo hoy. Tomando como referencia el *Bloomberg Commodity Index*, se puede ver que durante el super ciclo anterior, dicho índice logró crecer más de un 100% entre el 2003 y el valor máximo obtenido en 2008. Sin embargo, la inflación norteamericana no aumentó, y se mantuvo siempre dentro del rango objetivo de la Fed, con la excepción particular del año 2007. El boom actual de precios solo implicó un alza del *Bloomberg Commodity Index* del 30%. Por lo que, usando las mismas variables, si un alza promedio del 100% del precio de los commodities no tuvo un impacto sobre el IPC en 2008, difícilmente un salto del 30% tendrá un efecto hoy.

El nuevo super ciclo de commodities no parece presentar un riesgo inmediato a un nivel de inflación futura mayor. Sin embargo, esto no implica que se esté libre de riesgos. **La dinámica actual lleva a que los factores que están empujando los precios hoy - la recuperación en la economía mundial, los cuellos de botella ya presentes en la producción, y una inflación en Estados Unidos al alza – se aceleren en el corto plazo.** Quedará por ver en qué momento la oferta podrá reacomodarse a la nueva realidad para responder más rápido y ejercer un contrapeso en el mercado.

NOTA ESPECIAL

JOHN H. WILLIAMSON (1937-2021)

Héctor Rubini

El pasado 11 de abril falleció el economista Inglés John Harold Williamson, el autor del decálogo conocido como “Consenso de Washington” y de varios otros importantes aportes en el campo de la economía internacional y de las políticas de desarrollo económico. Su fallecimiento (por atrofia sistémica múltiple) fue precedido por los decesos de conocidas figuras del campo de la economía internacional, como Robert Mundell, una semana antes, y Richard Cooper en diciembre último. Un trío de figuras de gran predicamento en el campo de la economía internacional.

Había nacido en Hereford, Inglaterra, el 7 de junio de 1937. Su madre era ama de casa y su padre tenía un vivero. De su contacto permanente con la vida natural de pequeño tal vez se explique su notable afición por los pájaros. Completó sus estudios de grado en economía en la London School of Economics and Political Science en 1958, y en 1963 el doctorado en economía en la Universidad de Princeton en EE.UU. Fue profesor en las universidades de Princeton (1962-63), York (1963-68), *Massachusetts Institute of Technology* (1967-1980), Warwick (1970-77) y la Pontificia Universidad Católica do Rio de Janeiro (1978-81). Durante este período, también fue consultor económico del Tesoro del Reino Unido (1968-70), asesor del Fondo Monetario Internacional (1972-74) y economista jefe del Banco Mundial para el Sur de Asia (1996-99). A partir de 1981 fue miembro asociado del *Institute for International Economics* (que desde 2006 pasó a llamarse *Peterson Institute for International Economics*).

Williamson fue uno de los más abiertos promotores de los regímenes cambiarios intermedios entre los tipos de cambio fijos y la flotación libre. En particular, fue el que lideró la prédica a favor del llamado “*crawling peg*”, sistema de minidevaluaciones para países que no logran o no desean combatir y eliminar la inflación, manteniendo la competitividad exportadora. Si bien su primer trabajo de 1965 es el que introduce por primera vez la palabra “*crawling-peg*” en la literatura económica, en Williamson (1981) sostuvo que la idea fue concebida originalmente por Roy Harrod (1933) y en la evidencia

histórica cometió el error de presentar a Chile como el primer caso histórico en aplicar un régimen de “*crawling peg*” en 1965, aparentemente en base a un trabajo de Ricardo Ffrench-Davis de abril de 1964.³ En realidad **dicho régimen fue creado por el Banco Central de la República Argentina, siendo nuestro país el primero en aplicarlo en el mundo, entre abril de 1964 y mayo de 1966**⁴.

Williamson, sin embargo, cobró mayor fama y en particular entre los economistas por la publicación de 10 principios de política económica conocidos como “Consenso de Washington”. Para politólogos, sociólogos y economistas identificados con el llamado “progresismo” es hoy una suerte de mandatos para reformas pro-mercado con efectos negativos y no reversibles sobre el empleo y el ingreso de los sectores de más bajos ingresos. Pero el propio Williamson manifestó que nunca se sintió identificado con las reformas “neoliberales” -en términos de los principios doctrinarios de la *Mount Pelerin Society*- de Margaret Thatcher y Ronald Reagan, y que sólo las privatizaciones eran la única iniciativa de política con algo en común con su decálogo. A diferencia de lo que todavía aún hoy se sostiene en diversas publicaciones su decálogo no propugna ni el monetarismo, ni la economía del lado de la oferta, ni un gobierno mínimo.

Dicho decálogo fue publicado por primera vez en 1989. Williamson había sido convocado para testificar ante un Comité del Congreso de los EE.UU. para conocer sus opiniones sobre la viabilidad del llamado Plan Brady de la deuda externa. Allí se expresó a favor del mismo sosteniendo que, con una serie de reformas estructurales, los países deudores recuperarían capacidad de repago. Sus ideas, inspiradas en varias observaciones de un libro de 1986 de Bela Balassa y otros autores⁵, y en los principios rectores de la OCDE, no fueron bien recibidas. Los legisladores estadounidenses no creían que los deudores latinoamericanos abandonarían las políticas estatistas aplicadas durante varias décadas. Pero Williamson no creía eso. Luego de una discusión con el director del *Institute for International Economics*, Fred Bergsten, organizaron una conferencia en Inglaterra donde Williamson presentó el trabajo “What Washington Means by Policy Reform”. Allí donde presentó sus propuestas sobre diez aspectos económicos para recuperar el sendero del crecimiento y el desarrollo económico (el famoso “decálogo”). Previamente, había enviado el borrador a diez economistas que habían aceptado escribir estudios de caso por países para dicha conferencia.

En 2004 Williamson resumió su decálogo, explicado en otro trabajo del año 2005 de manera más explícita:

1. **Disciplina fiscal:** o en términos del aporte de 2005: “déficit presupuestario... lo suficientemente pequeño para que sea financiado sin tener que recurrir al impuesto por inflación.
2. **Reordenar las prioridades del gasto público,** de las áreas políticamente delicadas que reciben más recursos que su rentabilidad económica de justificar, hacia campos descuidados con altos rendimientos económicos y con el potencial de mejorar la distribución del ingreso como la salud básica, la educación y la infraestructura.
3. **Reforma impositiva** para ampliar la base tributaria y recortar las tasas marginales.
4. **Liberalización financiera,** con el objetivo final de liberalizar las tasas de interés:
5. **Tipo de cambio competitivo y unificado,** para promover un rápido crecimiento de las exportaciones no tradicionales.
6. **Liberalización comercial:** los aranceles deben reemplazar las restricciones comerciales cuantitativas y esos aranceles deben reducirse progresivamente hasta que alcancen una tasa baja uniforme de 10% (a 20%).
7. **Liberalización del ingreso de capitales para Inversión Extranjera Directa:** eliminación de las barreras para el ingreso de capitales para la inversión extranjera directa.
8. **Privatización de empresas estatales.**
9. **Desregulación,** con énfasis en derogar las normas legales que impidan la entrada de nuevas empresas o que limiten la competencia.

³ Ffrench-Davis, Ricardo (1964), “Elementos para una Política de Comercio Exterior”, *Diálogos sobre el Desarrollo Económico de Chile*, Instituto de Economía, Universidad de Chile. Julio de 1964.

⁴ Ver De Pablo Juan Carlos (1989): “Entrevista a Félix de Elizalde”, en Juan Carlos De Pablo (1989): *La Economía Que Yo Hice*. Ed. El Cronista Comercial. y De Pablo, Juan Carlos (2005): *La Economía Argentina en la Segunda Mitad del Siglo XX*. Editorial La Ley. Buenos Aires. Por su parte, García Vázquez, Enrique (1994): “La Economía Durante la Presidencia de Illia”, *Desarrollo Económico* 34 (134), 291-295, sostuvo al respecto: “Las dificultades heredadas obligaron en un principio a adoptar disposiciones muy estrictas a fin de evitar la cesación de pagos. **Se aplicó, asimismo, un tipo de cambio fluctuante graduado de conformidad con la diferencia entre el aumento de nuestros precios internos y el experimentado por los principales países con los cuales comerciamos. Este sistema, posteriormente denominado “crawling-peg” fue una innovación argentina** cuestionada en un principio por el FMI, que luego ante los resultados obtenidos entre nosotros, lo recomendó a muchos otros países”.

⁵ Balassa, Bela, Gerardo Bueno, Pedro-Pablo Kuczynski, and Mario Henrique Simonsen. 1986. *Toward Renewed Economic Growth in Latin America*. Institute for International Economics. Washington DC.

10. **Derechos de propiedad:** El sistema jurídico debe garantizar seguridad en lo referente a los derechos sobre la propiedad sin costos excesivos y poner éstos a disposición del sector informal.

El decálogo tuvo tres interpretaciones. Para Williamson, era un resumen de los puntos fundamentales de reformas que en su criterio podrían ser aceptadas en Washington DC para ser instrumentadas en América Latina a partir de 1989. Para otros, un conjunto de políticas de antemano apoyadas por los organismos internacionales y el gobierno de los EE.UU. en los países en desarrollo. Para los más críticos, destacándose entre estos Joseph Stiglitz, una receta de política impulsadas por los organismos y agencias de gobierno de Washington para ser impuestas en los países en desarrollo. Estos últimos son los que sostienen que el decálogo sólo apunta a imponer el “neoliberalismo”, reducir el Estado y aumentar los costos de la educación primaria. Una opinión que siempre rechazó Williamson por atribuir al decálogo recomendaciones que no han estado presentes en su contenido ni en su espíritu. De hecho, en una entrevista en 2018 Williamson sostuvo que “el Consenso de Washington se escapó de mi control y pasó a significar lo que se le ocurra a cualquiera”. Sus tres ideas fundamentales eran la disciplina fiscal, la economía de mercado y la apertura al mundo.

Artículos

- Williamson, John, 1965. “The Crawling Peg”, *Princeton Essays in International Finance* N° 50. Princeton University.
- ---- 1971. “The Choice of a Pivot for Parities”, *Princeton Essays in International Finance* N° 90. Princeton University.
- ---- 1989. “What Washington Means by Policy Reform”, en *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* (ed. Por John Williamson, 1990, reeditado en *Modern Political Economy in Latin America. Theory and Policy*, ed. por Jeffrey Frieden, Manuel Pastor y Michael Tomz, 2000. Routledge).
- ---- 1998. “A Survey of Financial Liberalization” (con Molly Mahar), *Princeton Essays in International Finance* N° 211. Princeton University.
- ---- 1999. “Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility” *PIIE Policy Brief 99-3*. Petersen Institute for International Economics. Washington. 1992.
- ---- 2002. “What Should the World Bank Think About the Washington Consensus?”, *World Bank Research Observer*, 15 (2), 251-264. The World Bank.
- ---- 2003. “No Hay Consenso. Reseña sobre el Consenso de Washington y Sugerencias sobre los Pasos a Dar”. *Finanzas y Desarrollo* 40 (3), 10-13. Fondo Monetario Internacional. Washington DC. Septiembre.
- ---- 2004. “A Short History of the Washington Consensus”. Conferencia *From the Washington Consensus Towards a New Global Governance*, Barcelona, 24–25 de septiembre de 2004.
- ---- 2005. “El Consenso de Washington como Receta de Políticas para el Desarrollo” en *Desafíos del Desarrollo en los Años Noventa. Destacados Diseñadores de Política Hablan de la Experiencia* (ed por. Timothy Besley y Roberto Zagba), cap. 3. Banco Mundial. Washington DC.

Libros:

- *The Failure of World Monetary Reform, 1971-4* Nelson, London & New York University Press, 1977.
- *The Financial Procedures of British Foreign Trade*, con Stephen Carse y Geoffrey E. Wood. Cambridge University Press, 1980.
- *Exchange Rate Rules. The Theory, Preference and Prospects of the Crawling Peg*. The Macmillan Press, 1981.
- *The Lending Policies of the International Monetary Fund (Policy Analyses in International Economics)*, Institute for International Economics. Washington. 1982.
- *The Exchange Rate System*, The MIT Press. 1983.
- *A New SDR Allocation? (Policy Analyses in International Economics)*, Institute for International Economics. 1984.
- *A New SDR Allocation? (Policy Analyses in International Economics)*, Institute for International Economics. 1984.
- *Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy (con Marcus Miller)*. Institute for International Economics. 1987.
- *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* (ed. por John Williamson) Institute for International Economics. Washington. 1990.
- *Currency Convertibility in Eastern Europe* (ed. por John Williamson) Institute for International Economics. Washington. 1991.
- *From Soviet Disunion to Easter Economic Community (Policy Analyses in International Economics)*, con Oli Havrylyshyn. Institute for International Economics. Washington. 1991.
- *The World Economy. A Textbook in International Economics (con Chris Milner)*. New York University Press. 1991.
- *Delivering on Debt Relief: From IMF Gold to a New Aid Architecture*, ed. con Nancy Birdsall y Brian Deese. Petersen Institute for International Economics. Washington. 1992.

- *Estimating Equilibrium Interest Rates* (ed. por John Williamson). Petersen Institute for International Economics. Washington. 1992.
- *Trade and Payment After Soviet Disintegration (Policy Analyses in International Economics)*. Petersen Institute for International Economics. Washington. 1992.
- *Economic Consequences of Soviet Disintegration* (ed. por John Williamson). Petersen Institute for International Economics. Washington. 1993.
- *The Political Economy of Policy Reform* (ed. por John Williamson). Petersen Institute for International Economics. Washington. 1994.
- *What Role for Currency Boards?* Petersen Institute for International Economics. Washington. 1995.
- *The Crawling Band as an Exchange Rate Regime Lessons from Chile, Colombia and Israel*. Petersen Institute for International Economics. Washington. 1996.
- *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*. Petersen Institute for International Economics. Washington. 2000.
- *Curbing the Boom-Bust Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets*. Petersen Institute for International Economics. Washington. 2000.
- *After the Washington Consensus. Restarting Growth and Reform in Latin America*. (ed. con Pedro-Pablo Kuczynski) Petersen Institute for International Economics. Washington. 2003.
- *Reference Rates and the International Monetary System*. Petersen Institute for International Economics. Washington. 2007.
- *Growth-Linked Securities*. Palgrave-Macmillan. 2017.

PABLO ENRIQUE LEVÍN (1935-2021)

Héctor Rubini

Lamentablemente, este lunes conocimos la noticia del fallecimiento del Pablo Enrique Levín, uno de los economistas heterodoxos más respetados de nuestro país. Había nacido en 1935 en Buenos Aires. Se graduó como Licenciado en Economía Política en la Universidad de Buenos Aires en 1970 y luego completó su doctorado en Economía en la Universidad Central de Venezuela, en 1994 en Caracas.

Su tesis doctoral, titulada *El Valor de Cambio o la Forma del Valor Mercantil. La Teoría del Valor en el Marco del Capital Tecnológico* recibió una mención honorífica del Centro de Estudios de Desarrollo (CENDES) de dicha casa de estudio. Luego fue publicada bajo la forma de cuatro separatas o fascículos en una pre-edición del Centro de Estudiantes de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, en 1996, titulada *El Valor Mercantil en la Época del Capital Tecnológico*. La tercera versión fue publicada como libro por el CENDES de Venezuela en 1996 bajo el título *Economía Política del Capital Tecnológico*. Finalmente 1997 bajo el título *El Capital Tecnológico*. Su obra recibió en el año 2004 el Premio Nacional de Economía otorgado por la Secretaría de Cultura de la Presidencia de la Nación.

Durante más de tres décadas fue profesor en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, en las cátedras de “Fundamentos de Economía” (luego Historia del Pensamiento Económico) desde 1997, y también de “Historia del Pensamiento Económico II” y “Economía Marxista”. También fue profesor Consulto en dicha Facultad, y miembro del Comité Científico de Doctorado desde el año 2003, y titular del Centro de Estudios para la Planificación del Desarrollo (CEPLAD) en dicha casa de estudios. Además, fue profesor durante más de una década en la Universidad Nacional de Quilmes.

Su enfoque, impregnado de la clásica filosofía política alemana, no sólo mostraba un formidable y profundo conocimiento del pensamiento económico y filosófico de Karl Marx y de todos los aportes de dicha corriente, sino de prácticamente la totalidad de filósofos conocidos, tanto contemporáneos como de siglos pasados, hasta abreviar no sólo en Hegel y Kant, sino hasta los antiguos griegos. Su pasión por ir directamente a las fuentes del pensamiento económico y filosófico (y no sólo de los clásicos) era una constante y así lo han testimoniado ex alumnos y amigos de varias generaciones.

Siempre amable, dejó una variedad de impresiones de afecto y reconocimiento no sólo de alumnos, sino de colegas quienes en las antípodas de opiniones más que provocativas de Levin. El común denominador ha sido el notable respeto que inspiró, y no sólo en los ex alumnos y ayudantes de cátedra, sino entre quienes lo conocimos y pudimos intercambiar ideas, aun con apreciables y en no pocos casos, irreversibles desacuerdos. Una gran pérdida para la profesión, sin dudas. Desde aquí, nuestras condolencias para sus familiares, amigos y discípulos.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2021		mayo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
24	25	26	27	28	29	30
	Feriado Nacional	INDEC: Encuesta Nacional de Centros de Compra, Supermercados y Autoservicios Mayoristas. Marzo 2021				
2021		junio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
31	01	02	03	04	05	06
	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del Empleo Laboral. Abril 2021. Banco Central de Chile: Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC). Abril 2021.			Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del Empleo Laboral. Abril 2021		Elecciones presidenciales (balltoage) en Perú
07	08	09	10	11	12	13
	INDEC: Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI). Abril 2021. Indicadores Actividad de la Construcción. Abril 2021.	IBGE (Brasil): Índices de Precios al Consumidor (IPC Nacional e IPCA). Mayo 2021. Encuesta Industrial Mensual. Abril 2021.	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor. Mayo 2021. Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria.			
14	15	16	17	18	19	20
	INDEC: Utilización Capacidad Instalada de la Industria (UCI). Abril 2021. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor. Mayo 2021. Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto. Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria.	INDEC: Índice de Precios al Consumidor (IPC). Mayo 2021. Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto. Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria.	INDEC: Índices de Precios Mayoristas. Mayo 2021. Índice de Costo de la Construcción (ICC). Mayo 2021. Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.	Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.		

INDICADORES

Indicador	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21	Mar-21	Abr-21
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	1,5%	1,5%	2,2%	1,9%	2,7%	2,8%	3,8%	3,2%	4,0%	4,0%	3,6%	4,8%	4,1%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	1,7%	1,6%	2,3%	2,5%	3,0%	2,3%	3,5%	3,9%	4,9%	3,9%	4,1%	4,5%	4,6%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	3,2%	0,7%	1,0%	1,3%	3,5%	3,0%	4,8%	2,7%	4,4%	4,8%	3,8%	4,6%	4,3%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	45,6%	43,4%	42,8%	42,4%	40,7%	36,6%	37,2%	35,8%	36,1%	38,5%	40,7%	42,6%	46,3%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	48,5%	46,2%	45,6%	46,2%	43,9%	38,3%	37,9%	37,8%	39,4%	41,4%	43,7%	45,7%	49,8%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	52,2%	49,6%	47,4%	46,0%	44,5%	40,8%	43,9%	40,4%	42,1%	42,3%	43,9%	44,8%	46,4%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	1,4%	1,5%	2,0%	1,6%	2,8%	2,8%	3,6%	3,0%	3,7%	3,3%	3,6%	5,2%	4,1%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	1,6%	1,4%	2,3%	2,3%	3,2%	2,2%	3,4%	4,1%	4,5%	3,2%	4,3%	4,3%	4,8%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	2,0%	1,0%	1,4%	1,6%	2,4%	2,2%	2,5%	3,1%	3,8%	3,8%	2,9%	3,9%	4,0%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	44,2%	42,1%	41,3%	40,6%	39,2%	35,2%	35,7%	34,2%	34,1%	35,9%	38,3%	40,4%	44,2%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	47,3%	44,6%	44,2%	44,5%	42,3%	36,8%	36,4%	36,9%	37,6%	39,1%	42,0%	43,5%	48,0%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	42,2%	39,2%	37,4%	36,6%	35,3%	31,7%	31,3%	30,1%	30,5%	32,3%	33,6%	35,0%	37,8%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	40,0	50,0	40,0	40,0	40,0	40,0	45,0	40,0	40,0	45,0	45,0	50,0	50,0
Media	40,3	47,4	44,5	43,1	45,0	40,3	47,0	44,5	42,9	44,1	45,2	46,3	47,9
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	14,0%	2,4%	7,8%	16,1%	24,9%	34,3%	28,1%	27,0%	20,8%	53,3%	49,3%	63,1%	s/d
Gastos Totales	69,5%	77,3%	56,7%	37,8%	60,0%	61,2%	35,3%	34,6%	28,4%	25,5%	40,6%	33,4%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	18,6%	5,0%	8,5%	21,0%	27,2%	36,5%	29,6%	29,8%	23,5%	55,8%	50,9%	69,6%	s/d
Gastos Primarios	96,6%	96,8%	72,7%	59,2%	56,9%	71,6%	54,8%	40,5%	52,7%	45,8%	43,4%	36,2%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	11,5%	14,5%	21,1%	24,6%	33,3%	42,7%	42,8%	36,5%	37,7%	45,3%	50,0%	69,0%	100,5%
Dirección General Impositiva	-2,3%	3,7%	3,9%	3,2%	14,5%	20,2%	26,4%	17,7%	35,0%	38,5%	43,0%	67,4%	88,0%
Dirección General de Aduanas	32,4%	-1,1%	26,5%	20,9%	6,4%	30,1%	28,9%	63,3%	78,2%	101,3%	119,3%	131,8%	113,9%
Sistema de Seguridad Social	10,3%	20,6%	25,5%	21,4%	23,9%	37,5%	31,4%	22,9%	23,0%	24,7%	27,2%	34,0%	62,9%

Indicador	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21	Mar-21	Abr-21
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	39,3	38,4	39,5	38,2	41,3	40,3	38,8	40,9	39,3	38,2	37,7	38,2	35,4
Var. % m/m	-4,7%	-2,2%	-2,7%	-3,3%	8,2%	-2,4%	-3,7%	5,2%	-3,8%	-2,8%	-1,1%	1,1%	-7,5%
Var. % a/a	14,2%	5,3%	-2,7%	-13,6%	-1,3%	-4,2%	-11,3%	-1,2%	-7,2%	-11,2%	-11,8%	-7,4%	-9,9%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-25,4%	-20,0%	-11,6%	-12,7%	-11,5%	-6,2%	-7,3%	-3,7%	-2,2%	-2,0%	-2,6%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-17,1%	9,5%	8,4%	2,2%	1,4%	2,3%	2,1%	1,4%	0,9%	1,9%	-1,0%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-73,6%	-28,3%	-34,9%	-42,7%	-16,2%	30,5%	22,5%	37,3%	25,2%	6,1%	-1,9%	71,0%	297,7%
Var m/m, con estacionalidad	-60,3%	166,7%	18,7%	-5,5%	21,2%	23,7%	1,2%	-5,7%	24,1%	-30,0%	-2,3%	21,3%	-7,7%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-29,0%	-20,5%	-4,6%	-5,9%	-3,6%	2,5%	-3,1%	3,0%	2,6%	4,3%	-3,1%	17,8%	s/d
Var m/m, desest.	0,6%	0,6%	2,2%	2,3%	3,4%	0,5%	-0,9%	2,7%	-0,9%	1,6%	-0,9%	4,1%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-33,3%	-26,1%	-6,4%	-6,6%	-7,0%	3,7%	-3,1%	4,3%	4,9%	4,4%	1,6%	32,8%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-76,2%	-48,5%	-14,7%	-12,9%	-17,6%	-3,8%	-0,9%	6,2%	27,4%	23,3%	22,7%	97,6%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-74,3%	-34,0%	1,7%	13,6%	2,3%	18,5%	15,8%	13,5%	18,1%	24,0%	25,2%	103,7%	366,7%
Var. % m/m, desest.	-59,2%	183,6%	33,3%	27,0%	-11,3%	3,8%	3,8%	-2,9%	-9,7%	0,7%	8,2%	-5,1%	6,4%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-55,1%	-32,9%	-6,9%	-13,2%	-12,3%	10,1%	13,2%	28,0%	33,6%	19,2%	18,0%	93,5%	134,6%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	4.349	5.078	4.786	4.931	4.955	4.727	4.674	4.500	3.544	4.912	4.775	5.720	6.143
Var. % a/a	-18,0%	-15,6%	-8,6%	-15,8%	-11,0%	-17,7%	-20,6%	-23,6%	-34,1%	7,3%	9,1%	30,5%	41,3%
Importaciones en USD	2.894	3.166	3.299	3.451	3.508	4.129	4.004	4.115	3.908	3.844	3.713	5.320	4.673
Var. % a/a	-30,7%	-31,8%	-21,0%	-29,6%	-20,3%	3,2%	-2,8%	20,7%	24,7%	8,7%	16,4%	68,7%	61,5%
Saldo Comercial en USD	1.455	1.912	1.487	1.480	1.447	598	670	385	-364	1.068	1.062	400	1.470
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	183,9	184,0	189,9	196,0	199,5	211,5	226,1	239,0	248,6	272,6	280,4	283,3	294,3
Var. % a/a	-8,3%	-7,2%	-11,3%	-7,0%	-0,7%	4,7%	7,2%	14,0%	16,9%	26,4%	35,6%	43,8%	60,0%

Indicador	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-20	Mar-21	Abr-21
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	2.147	2.222	2.159	2.315	2.334	2.318	2.325	2.346	2.433	2.604	2.593	2.524	2.546
Circulante	1.332	1.433	1.517	1.635	1.668	1.663	1.692	1.693	1.789	1.862	1.835	1.816	1.801
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	2.472	2.609	3.068	3.271	3.404	3.495	3.544	3.448	3.689	3.780	4.044	4.184	4.500
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	1.244	1.263	1.655	1.706	1.833	1.853	1.714	1.641	1.645	1.722	1.801	1.883	1.980
(b) Pasivos netos por pases	373	579	582	690	665	712	877	843	1.033	1.004	952	1.177	1.350
(c) Depósitos del Gobierno	855	767	831	876	906	931	952	964	1.011	1.054	1.291	1.123	1.170
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	44	43	43	43	43	42	41	39	39	40	39	40	40
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	21	20	19	19	20	19	18	17	18	18	18	18	19
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	199	206	219	233	243	253	254	261	290	301	316	316	327
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	66	68	70	71	73	75	78	80	83	86	89	91	93
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	5.621	5.931	6.320	6.631	6.865	7.047	7.081	7.140	7.536	7.904	8.088	8.420	8.738
Sector privado	4.746	4.976	5.251	5.543	5.695	5.810	5.768	5.796	6.124	6.415	6.604	6.843	7.035
Sector público	875	955	1.069	1.088	1.171	1.237	1.313	1.344	1.412	1.490	1.484	1.577	1.703
En moneda local (\$ M.M.)	4.273	4.603	4.985	5.253	5.437	5.588	5.714	5.782	6.067	6.321	6.456	6.739	7.018
Sector privado	3.559	3.812	4.080	4.329	4.434	4.524	4.580	4.624	4.875	5.063	5.215	5.400	5.555
Sector público	715	791	906	924	1.003	1.064	1.134	1.158	1.192	1.258	1.241	1.338	1.464
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.347	1.328	1.335	1.377	1.428	1.459	1.367	1.357	1.469	1.583	1.623	1.682	1.720
Sector privado	1.187	1.164	1.171	1.213	1.261	1.286	1.188	1.171	1.249	1.352	1.389	1.443	1.480
Sector público	160	164	164	164	168	173	179	186	220	232	235	239	239
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	20,5	19,6	19,2	19,3	19,5	19,4	17,6	17,0	17,8	18,4	18,4	18,5	18,5
Sector privado	18,1	17,2	16,8	17,0	17,2	17,1	15,3	14,7	15,1	15,7	15,7	15,8	16,0
Sector público	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,6	2,7	2,7	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	38,0	36,9	36,9	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	7,6	13,3	15,9	15,6	15,9	14,2	23,3	26,4	27,8	27,7	29,1	29,2	29,7
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	21,6	20,9	22,7	21,5	21,2	20,7	27,4	32,3	33,3	34,7	34,9	36,1	36,5
Préstamos personales	53,0	51,2	50,2	50,6	51,1	51,6	50,7	52,9	55,4	56,4	55,9	56	55,4
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	20,1	22,8	28,5	28,3	28,6	28,6	29,6	32,0	33,4	33,3	33,3	33,3	33,1
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	24,3	26,2	29,5	29,6	32,4	37,6	32,8	34,9	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	19,7	22,4	27,9	27,8	28,1	28,2	29,2	31,2	32,5	32,7	32,6	32,7	32,8