



*feb 2022*

Andy Warhol fue un artista innovador que supo construir una marca de sí mismo e hizo del arte un objeto de uso cotidiano para el consumo de masas.



# Editorial

---

El Instituto de Economía es un centro de investigación dependiente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires. Desde su creación en 2009, el Instituto ha estado ligado al desarrollo económico local, colaborando con los municipios de la zona y el sector privado.

---

## DIRECTOR

SEBASTIÁN AUGUSTE

## STAFF

SERGIO GUTIÉRREZ

DANIEL HOYOS MALDONADO

PATRICIA LAURA RÁBAGO

MARÍA DEL CARMEN ROMERO

SEBASTIÁN RAMÓN

SANDRO JOSÉ GUIDI

MARIO RAVIOLI

MARIO SEFFINO

VERÓNICA BAZTERRICA

AGUSTINA SBERGAMO

## SECRETARIA EJECUTIVA

PIERINA FRONTINI

Estimados lectores.

Las fuerzas rusas avanzan hacia Ucrania y los mercados del mundo se desplomaron. Según informaron los medios internacionales, hubo explosiones y ataques con misiles en varias de las ciudades más importantes de Ucrania, incluida su capital, Kiev. El gobierno de Ucrania dijo que se trata de una "invasión a gran escala" y pidió apoyo internacional. En tanto desde Moscú confirmaron que se derribaron instalaciones militares. El avance de las tropas rusas hacia el territorio del país vecino rompe los acuerdos internacionales de Minsk firmados en el 2015 y desde los países en occidente ya están preparando nuevas sanciones económicas. Esto no es todo. El presidente Vladimir Putin, advirtió a Occidente asegurando que cualquier país que intente "interferir" enfrentará consecuencias inmediatas.

En esta línea la reacción de los mercados fue de fuertes bajas. El principal índice de acciones en Moscú (MOEX) cayó -45% y el RTS se desplomó más de un -35%. En tanto, el rublo ruso tocó un mínimo histórico. Las consecuencias se extienden más allá de Rusia. El equity a nivel mundial se hundió y subieron el petróleo y el oro.

A la par las perspectivas de inflación en Estados Unidos y Europa continúan empeorando y, al mismo tiempo, las previsiones de crecimiento, situación que se puede potenciar si el conflicto bélico se extiende.

Y en medio de esta dinámica mundial se encuentra nuestro país, sin lograr encauzar una senda de crecimiento y romper con su propio círculo inflacionario.

En este newsletter abordamos en la primera y segunda nota esta coyuntura internacional. En la tercera nota, analizamos la restricción que plantea en nuestro país el ahorro interno para financiar la inversión y estimular el crecimiento a largo plazo y en la última nota, hacemos un repaso de la historia inflacionaria argentina para poder dar un marco a la situación actual.

Esperando que estos comentarios sean de utilidad para la toma de decisiones en este nuevo año, los saluda cordialmente



**DR. SEBASTIAN AUGUSTE**  
Director Instituto de Economía

---

Las opiniones vertidas en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de quienes la emiten y no representan necesariamente el pensamiento del Instituto de Economía, de la Facultad de Ciencias Económicas, la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires o sus autoridades. Los contenidos de esta publicación pueden ser reproducidos parcialmente siempre que el extracto vaya precedido por una referencia completa al Instituto de Economía, FCE, UNICEN, seguida de la fecha de publicación del documento. En nuestra Web: <http://www.econ.unicen.edu.ar/ie/> puede suscribirse a este Newsletter. Para consultas o comentarios, escribir a [instituto\\_economia@econ.unicen.edu.ar](mailto:instituto_economia@econ.unicen.edu.ar).

## Escriben en este número



**Dr. Sebastián Auguste**

*Doctor en Economía por la Universidad de Michigan, Ann Arbor, EE.UU. y Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires.*

*Es profesor en la Universidad Torcuato Di Tella y Director del Instituto de Economía en la UNICEN.*



**Lic. Guillermina Simonetta**

*Licenciada en Economía (UBA). Especialista en mercado de capitales (UBA-MERVAL-IAMC).*

*Es Asesora y analista de mercados. Investigadora Visitante del Instituto de Economía, UNICEN.*



**Dr. Daniel Hoyos**

*Doctor en Economía (ESEADE) y Magister en Economía de Gobierno (UDES).*

*Profesor Asociado del Departamento de Economía y Métodos Cuantitativos (UNICEN), Área de Especialización: Políticas Públicas.*



**Mg. Sandro Guidi**

*Master en Administración de Negocios y Contador Público graduado en la FCE de UNICEN*

*Profesor Adjunto de Análisis Macroeconómico, Análisis Microeconómico e Introducción a la Economía (UNICEN) Asesor de pequeñas y medianas empresas del ámbito local y regional.*

## Sumario

**P4 - Algunas reflexiones sobre el conflicto armado Rusia-Ucrania y la economía global**

Por Sebastián Auguste

**P7- De la pandemia al temor de una guerra y a la inflación.**

Por Guillermina Simonetta

**P13- Ahorro y pobreza**

Por Sandro Guidi

**P17- Tropezando más de dos veces con la misma piedra.**

Por Daniel Hoyos Maldonado

**P25- Usted pregunta, IECON responde**

**P28- La coyuntura en gráficos**

**P30- Cuadro de variables financieras al cierre del mes.**

# Algunas reflexiones sobre el conflicto armado Rusia-Ucrania y la economía global

Por Sebastián Auguste

Más allá de los argumentos que se puedan esgrimir en contra y a favor, el hecho es que Rusia invade a Ucrania y se desata una guerra inesperada pero predecible. En el curso que damos de Negocios Internacionales junto al politólogo Mariano Turzi, en la sección de geopolítica, hemos discutido muchas veces la elevada probabilidad de conflictos armados en diversos puntos del planeta, y uno precisamente era este. No quiero entrar aquí



<https://www.noticiasrcn.com/economia/economia-mundial>

en la discusión política, porque no es mi expertise, sino el de mi coequiper en dicho curso. Lo que sí quería era reflexionar sobre la economía global a la luz de estos hechos. El mundo se posiciona con tres potencias, la del Atlántico liderada por los Estados Unidos, que desde la caída del muro de Berlín hasta la crisis de 2008 tuvo un período de liderazgo indiscutido, China y Rusia. Rusia genera su poder en su armamento y en la dependencia de Europa de importaciones de energía rusa, pero tiene una economía débil y con serios problemas estructurales. Es difícil sostener en el tiempo un proyecto de poder geopolítico global solamente basado en esto, sin fortaleza en lo económico. Pero ahí entra China, que sí ha mostrado poderío económico, aunque no tanto militar, y podría sostener a una Rusia económicamente débil. La colaboración China-Rusia es clave para sostener este eje de poder, y justamente esto es lo que ha generado conflictos entre los Estados Unidos y China, no la política, sino la economía que da poder político. Durante muchos años el crecimiento económico chino se basó en un modelo de promoción de exportaciones donde los Estados Unidos aportaba tecnología, know-how y capital y China mano de obra barata, acceso a insumos y logística. En esta asociación el poder seguía en manos de los Estados Unidos, porque en el fondo, lo relevante es la productividad y la innovación, quién la genera. El cambio comenzó a pasar en los 2000s, cuando China lentamente

comenzó a generar sus propios desarrollos tecnológicos, un catch up con la innovación muy veloz, que comenzó a preocupar a los Estados Unidos. La crisis de 2008 subsumió a los Estados Unidos a atender primordialmente sus problemas internos, y la política económica de bajar las tasas de interés a nivel internacional ayudó al mundo emergente. Estados Unidos sólo se puede culpar a sí mismo de esa crisis, porque fue autoinfligida por una política laxa de préstamos hipotecarios y una regulación muy débil en lo financiero.

El desafío de China en todo esto fue cómo seguir creciendo a altas tasas, algo muy necesario para sostener su proyecto de poder interno y la armonía doméstica, cuando el modelo de promoción de exportaciones se debilitaba por la caída económica de los países desarrollados, y ciertamente ese modelo de desarrollo empezaba a decaer. China elaboró un plan que fue desarrollar su mercado interno, promoviendo la construcción y el consumo doméstico. Esta pata ayudó a que no caiga mucho su tasa de crecimiento. Cuando Estados Unidos logró ordenar su economía empezó a dedicarse al desafío creciente que presenta China, que es infinitamente mayor al de Rusia. Ahí llegó Trump con su mayor agresividad hacia China sobre la política comercial, y su alianza con Rusia, en este juego que ellos ven como el monstruo de dos cabezas. Trump fue bastante exitosos en manejar a Putín, y no tanto en lograr mejorar la relación comercial con China. El argumento utilizado para desatar la guerra comercial con China fue el del déficit comercial bilateral entre estos dos países, que claramente no es ni cierto ni relevante. Es cierto que los Estados Unidos tiene un enorme déficit comercial con China, pero eso surge por un defecto de cómo se contabilizan las expo e impo a nivel global. Para dar un ejemplo claro, Apple desarrolla todos sus productos en los Estados Unidos y tiene mucha gente trabajando allí, pero produce el Iphone en China, y para hacerlo transfiere conocimiento y otros servicios desde los Estados Unidos a China, lo que es de hecho una exportación de servicios entre su casa matriz y sus subsidiarias productivas, pero que no se registra así en las cuentas de comercio. Luego los Estados Unidos importa celulares de China para abastecer la demanda doméstica de Iphone y eso sí se registra en las cuentas, apareciendo entonces un déficit comercial bilateral en las cuentas nacionales, pero que no lo es tal si se corrigiera por esta exportación encubierta de servicios. Lo que aparece en las cuentas nacionales de los Estados Unidos son transferencias de Apple desde China a los Estados Unidos para pagar los salarios y dividendos. Entonces si el problema real no es el desbalance comercial, ¿qué genero la “guerra comercial entre los Estados Unidos y China”? Los derechos de propiedad. La acusación es que China no respeta los derechos de propiedad y parte de su innovación se genera gracias a “adoptar” tecnología que otros desarrollaron antes. Acusación que parte es fundada y parte no, porque China ha elaborado su propia capacidad de innovación, aunque muchos creen que no es tan eficiente su sistema nacional

de innovación, y al estar tan dirigido por el Partido tiene muchos riesgos de desvíos, como pasó con la URSS, que mostró que las economías planificadas centralmente no son nada fáciles de llevar adelante, principalmente por la carencia de innovación.

Entonces, lo que estamos viendo es un nuevo reflejo de este rebalanceo económico global y geopolítico, que dejó de ser unipolar, y está más fraccionado, con potencias que se desconfían mutuamente. ¿Hay que temer por Rusia? En lo económico no, en lo militar sí. El avance sobre Ucrania sólo trae costos económicos para Rusia y no se entiende, sino se analiza desde lo político. Y políticamente la señal que envía Rusia es doble, hacia Occidente y hacia China. China puede seguir enfocada en lo económico, que lo viene haciendo muy bien, dejando el poderío militar a una Rusia cada vez más débil en lo económico. Estados Unidos tiene mucho para preocuparse, y el foco sigue siendo China y no Rusia. Obviamente nunca hay que descartar avances poco racionales de los líderes mundiales, y con esto digo que no hay que destacar que Putin se engolosine con su avance sobre otros países, porque Ucrania no es el único frente que ellos creen tienen abierto, heridas de la caída de la URSS que sirven para fogonear el nacionalismo ruso. El momento de Rusia es este, porque Biden es mucho menos agresivo que Trump, los Estados Unidos tienen el clima interno caldeado, y además Rusia ve a una China enfrentada económicamente con los Estados Unidos, algo que no es necesario a futuro. El enfrentamiento entre China y los Estados Unidos podría ser coyuntural, una crisis de crecimiento, y ambos países podrían a futuro convivir pacíficamente como lo hace los Estados Unidos con otras potencias económicas con gran liderazgo de innovación como Alemania. Ahora claramente Putin está poniendo sobre la balanza la construcción de poder por sobre su economía, algo que Rusia ya hizo antes y le fue mal, con lo cual yo creo que nada de lo que está pasando le augura más bienestar a los ciudadanos rusos, que son el jamón del medio. Y para el resto de los países, como la Argentina, tenemos que entender este juego para saber jugarlo. Hasta ahora no lo hemos jugado nada bien, ni ahora ni en el pasado (sólo recordar lo mal que quedamos parados en la Segunda Guerra Mundial). Lo que hemos mostrado últimamente en geopolítica es sumamente pobre y muestra una clara falta de estrategia.

# De la pandemia al temor de una guerra y a la inflación.

Por Guillermina Simonetta

El cambio de año siempre es un buen momento para mirar hacia adelante y considerar cuáles son las tendencias duraderas y qué eventos posteriores podrían modificarlas.

Si bien el impulso fiscal de los países para hacer frente a la pandemia se va desvaneciendo, los gobiernos no están girando de manera decisiva hacia una austeridad que pondría en peligro la recuperación. Y el repunte del consumo significa

que las perspectivas para la inversión son sólidas. Sin embargo, la perspectiva de una mayor volatilidad, la inflación pujante y las tensiones en las cadenas de suministros tienen un efecto más matizado en las perspectivas económicas, mientras que otros aspectos, como, en particular, el declive estructural de las perspectivas de crecimiento de China, dejan algunas luces rojas.

Asimismo, cuando el mundo empezaba a mostrar signos de recuperación después de casi dos años sumidos en la pandemia del Covid-19, y con la ayuda del avance de la vacunación se empezaron a levantar medidas de restricciones, el arranque de 2022 muestra un nuevo frente de incertidumbre por el **conflicto entre Rusia y Ucrania**.

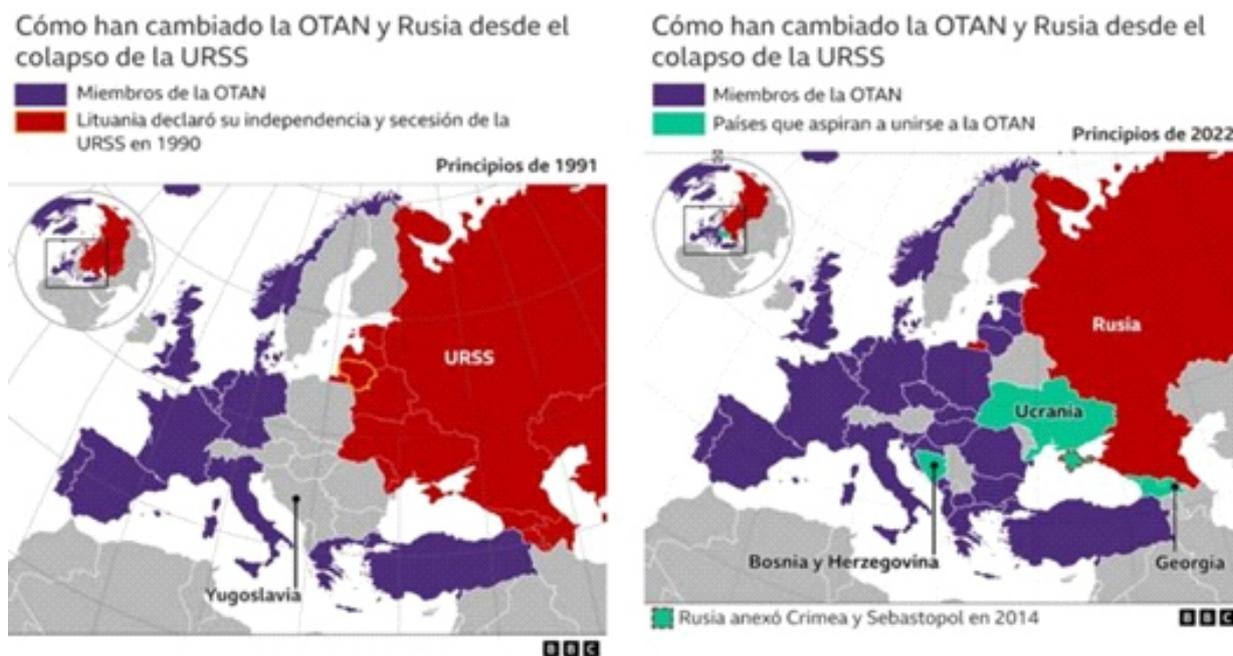
Rusia invadió a Ucrania y Estados Unidos respondió con sanciones económicas. Ya se ha apoderado de territorio ucraniano y tiene aproximadamente entre 100.000 y 130.000 soldados desplegados cerca de sus fronteras.

Rusia se ha resistido durante mucho tiempo al acercamiento de Ucrania hacia las instituciones europeas, y a la OTAN en particular. Los separatistas dentro de Ucrania han estado lanzando más proyectiles de lo habitual a los civiles, y los funcionarios ucranianos se están preparando para ataques cibernéticos despiadados. Pase lo que pase, la guerra entre ambas naciones parece cada



<https://semanaeconomica.com/economia-finanzas/economia-internacional>

vez más probable, y Putin ha cometido un error al siquiera amenazar con una invasión, un alto precio que deberá pagar Rusia a largo plazo.



Fuente: BBC

### ¿Cómo se gesta el conflicto?

Tenemos que remontarnos varias décadas atrás. Tras el colapso de la Unión Soviética, la OTAN se expandió hacia el este, incorporando a la mayoría de las naciones europeas que habían estado en la esfera comunista. Las repúblicas bálticas de Lituania, Letonia y Estonia, que antes formaban parte de la Unión Soviética, se unieron a la OTAN, al igual que Polonia, Rumania y otras.

Las relaciones entre Oriente y Occidente empeoraron drásticamente a principios de 2014, cuando las protestas masivas en Ucrania obligaron a abandonar a un presidente estrechamente aliado con Putin. Así Rusia invadió y anexó Crimea, parte de Ucrania. Moscú también fomentó una rebelión separatista que se hizo con el control de parte de la región ucraniana de Donbás, en una guerra que aún se prolonga y en la que han muerto más de 13.000 personas.

Putin ha descrito la desintegración soviética como una catástrofe que arrebató a Rusia el lugar que le correspondía entre las grandes potencias del mundo y la puso a merced de Occidente. Ha pasado sus 22 años en el poder reconstruyendo el ejército ruso y reafirmando su peso geopolítico.

Rusia, cuya principal base naval en el Mar Negro se encuentra en la antigua provincia ucraniana de Crimea, exigió el pasado 17 de diciembre a la OTAN que se repliegue detrás de lo que eran sus fronteras antes de que las naciones de Europa central y oriental se unieran desde 1997.

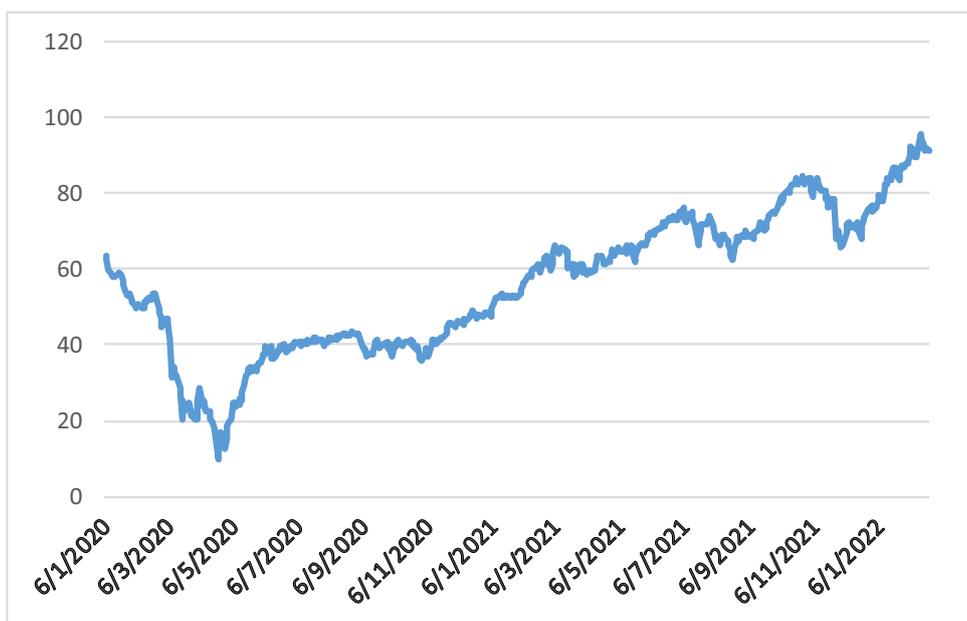
La incertidumbre de este conflicto extiende los costes económicos mucho más allá de Europa (que depende en gran medida de la importación de gas natural ruso). Todo el globo queda afectado por este indicio bélico, ya que las interrelaciones de variables económicas y financieras son muchas.

Antes de que se avecinara la perspectiva de la guerra, los mercados financieros mundiales mostraban paneles en rojo e incremento de la volatilidad, al renovarse la **preocupación persistente por la inflación**. Las últimas lecturas muestran en Estados Unidos una inflación de 7,5% anual, cifra record para el país central, no vista en cuarenta años. Una espiral de salarios y precios amenaza en muchas economías y las perspectivas de aumentos de las tasas de interés se intensifican. El crecimiento de los salarios se disparó en el país del norte un 5,7% en enero con respecto al año anterior, llegando casi al doble del promedio del 3% anterior a la pandemia.

La inyección de dinero que han hecho los Bancos Centrales para atacar a los efectos de la pandemia, no fue gratis. La Reserva federal emitió sólo en 2020 un cuarto del total de la base monetaria. Tampoco podemos olvidar la situación crediticia delicada que vive el mundo. Hubo un enorme crecimiento de la deuda en los últimos años que no se podrá pagar de otra forma que no sea emitiendo dinero.

En este esquema, el aumento de **precios del petróleo**, potenciado por el conflicto bélico, ha implicado el quiebre de barreras técnicas muy importantes, con precios fluctuando entre USD90-95 en estas semanas y es factible que esa tendencia siga. A la par, los inversores han empezado a colocar posiciones de cobertura y el oro ha salido beneficiado, y su cotización podría direccionarse en el corto plazo arriba de USD 2000 por onza.

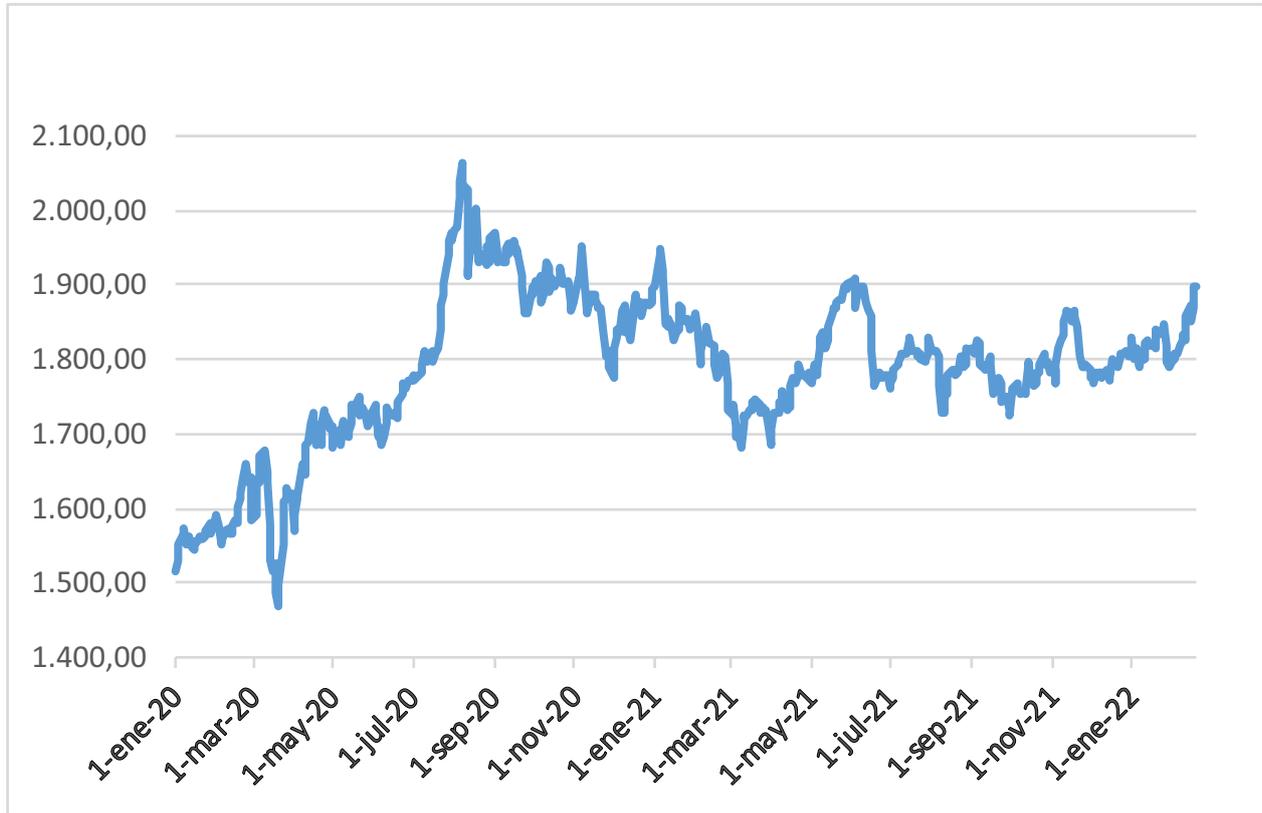
### EVOLUCION DE LA COTIZACION EN DÓLARES DEL BARRIL DE PETROLEO WTI



Fuente: investing.com.(cotización corregida quitando el valor negativo de cierre de abril 2020)



## EVOLUCION DE LA COTIZACION EN DÓLARES DE LA ONZA DE ORO

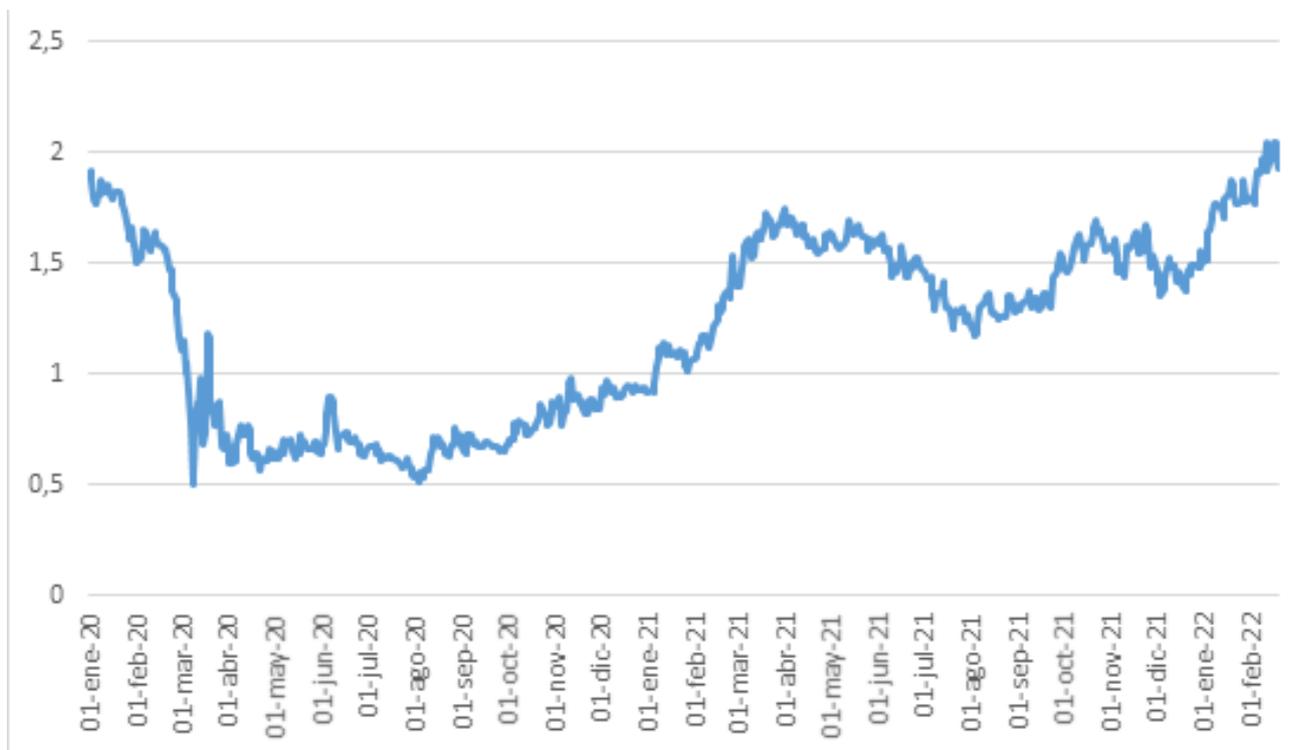


Fuente: investing.com

El oro tiene una relación muy estrecha con las tasas de interés reales (que son las tasas de interés nominales ajustadas por inflación). Cuando las tasas de interés reales suben, el oro suele caer. De manera contraria, cuando bajan, el oro, en general, sube.

Las tasas de interés nominales han empezado a subir desde niveles de mínimos históricos, pero no lo suficiente como para contrarrestar ese porcentaje de inflación anual de 7,5%, dejando un claro incentivo para que los inversores se vuelquen al oro. De esta manera será clave el accionar de la Reserva Federal de Estados Unidos sobre su política monetaria y la tasa de referencia, y de la dinámica que tomen las otras tasas de interés en función de esas perspectivas, siendo el rendimiento de los bonos a 10 años una de las más populares.

**RENDIMIENTO DE BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS A 10 AÑOS (EN PORCENTAJE)**



Fuente: investing.com

Los temores de presiones inflacionarias han venido incrementándose durante todo el 2021, pero el arranque de 2022 los intensificó. En enero, los precios al consumidor crecieron más de lo esperado en Estados Unidos, Gran Bretaña y la zona euro, y la tasa de inflación anual de precios al productor de Estados Unidos se mantuvo cerca del 10%. Para empeorar las cosas, los temores de que Rusia invadiera Ucrania elevaron el precio del petróleo alcanzando valores cercanos a USD 96 días atrás, su nivel más alto desde 2014.

El incremento de precios del crudo por su impacto directo en gasolinas y en precios de productos relacionados con el agro (fertilizantes, herbicidas) y la industria (adhesivos, pinturas, colorantes, etc), intensifica problemas de abastecimiento y presiones inflacionarias de costos que ya se arrastraban desde 2020. El cierre abrupto en el inicio de la pandemia y el proceso de reapertura económica, con reaperturas y nuevos cierres en el camino, ha dejado bastantes **faltantes en las cadenas de suministro globales** de diferentes productos y esos problemas se arrastran y se reflejan también en mayores precios.

En algunos casos, las empresas no han podido obtener insumos esenciales para el proceso de producción, como los semiconductores; para otros, los brotes del virus hicieron que la actividad se

detuviera temporalmente. Los retrasos en los envíos transfronterizos y las dificultades logísticas en el transporte terrestre hasta los usuarios finales también han sido generalizados.

En países como el nuestro estos problemas se intensifican por la falta de dólares y las decisiones de política gubernamental de no liberar divisas para importaciones claves en los procesos productivos, subiendo precios en una economía donde el 50% de inflación anual parece un piso difícil de perforar.

Así el mundo nos deja un frente de incertidumbre complejo para este 2022, con cuestiones que ya venían anticipándose (como las presiones inflacionarias) y otras que se suman, como el conflicto de Rusia y Ucrania. En este juego, los inversores tienen que ajustar sus estrategias de inversión teniendo en mente las tendencias de corto plazo que han favorecido a algunos activos en detrimento de otros.

Sea como sea el panorama es claro que tendremos un año volátil donde la selectividad estará a la orden del día y donde será clave el timing, o sea el momento de entrada en los activos de elección.



<https://micpsy.com/andando-con-la-incertidumbre/>

# Ahorro y pobreza

Por Sandro Guidi

La pobreza es la situación de las personas que no tienen ingresos suficientes para comprar bienes y servicios que satisfagan necesidades alimentarias y no alimentarias consideradas esenciales. De acuerdo al último informe del Observatorio de la Deuda Social Argentina (ODSA) de la Universidad Católica Argentina, por octubre de 2021, el 43,8% de los argentinos se encontraba bajo la línea de la pobreza. Desde el 2010 a 2019, esa medición muestra un promedio de 30.46 %. Sin perjuicio de los efectos de la pandemia, la pobreza es un fenómeno estructural y permanente.



<https://es.vecteezy.com/foto/4515170>

Lo antagónico a la pobreza es el estado de bienestar cuando las personas pueden disfrutar de más y mejores bienes y servicios a partir de contar con mayores niveles de ingresos. Reducir la pobreza y aumentar el bienestar se consigue cuando la economía crece, aumentando la cantidad de bienes y servicios producidos.

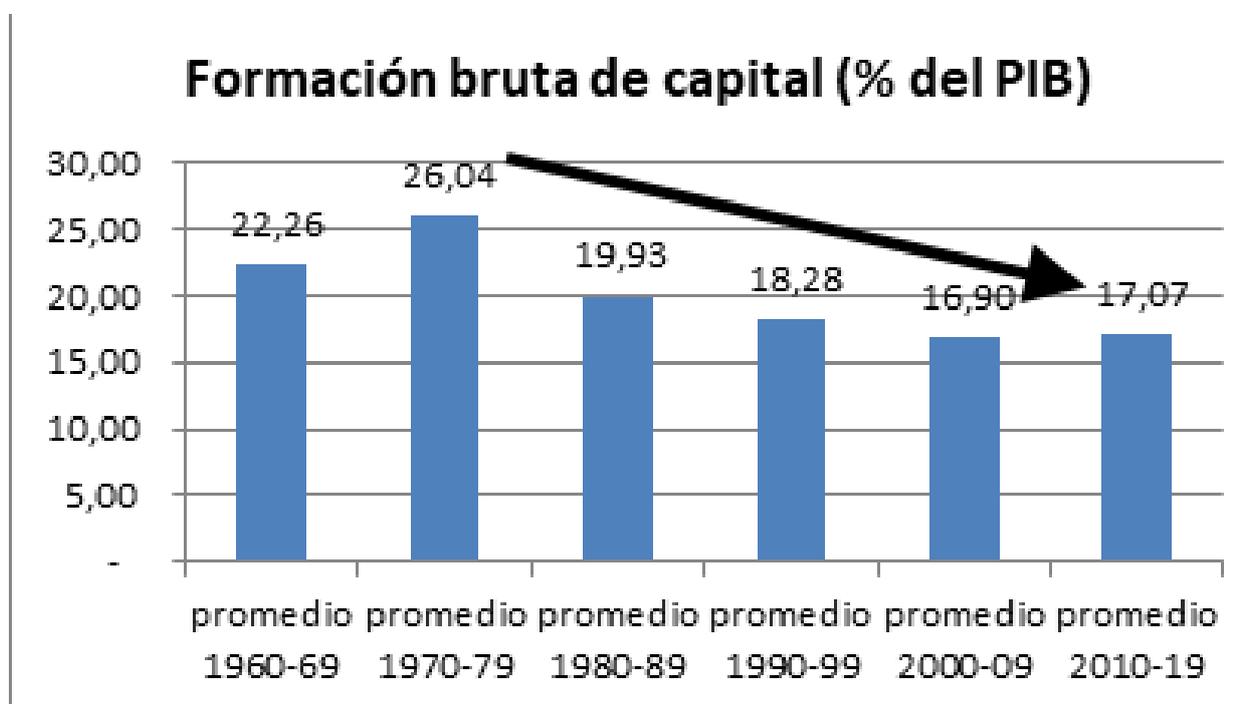
El concepto de crecimiento económico es mucho más amplio que un aumento excepcional del PBI real o, una recuperación del mismo luego de una recesión. Para percibir el fenómeno del crecimiento se debe observar un aumento sostenido en el tiempo, y por ello, no alcanza con medir su desempeño de los algunos trimestres sino que debemos hacerlo en décadas.

Y si miramos las últimas cinco décadas, nuestro país presenta un crecimiento económico muy pequeño, ubicándonos entre las peores performance del planeta. En efecto, calculando la tasa de crecimiento del PIB per cápita en dólares a precios constantes de 2010, en base a los datos publicados por el Banco Mundial, desde 1970 hasta 2019 (el año 2020 fue excluido intencionalmente para que la crisis COVID no afectara la comparación), el PBI per cápita de nuestro país, creció solo un 38 %, ubicándonos en el puesto 83 sobre 110 países con datos completos en ese período de tiempo. Solo para señalar algunas referencias el PBI per cápita de Brasil aumentó un 138 %, el de Chile un 230 % y el de Uruguay un 152 %.

La inversión mediante la acumulación de capital físico (maquinarias, equipos, infraestructura, etc.), la acumulación de Capital Humano (mediante la educación formal y la capacitación profesional), los avances en tecnología y el desarrollo de capital institucional (regulación de mercados, servicios de justicia, de seguridad, transparencia, etc.) constituyen los principales impulsores del crecimiento que se señalan en las diversas teorías económicas.

El estudio del comportamiento de la inversión suele ser abordado a partir de evaluar las expectativas empresarias respecto a la tasa de ganancia esperada y a las múltiples variables que influyen sobre ella, pero como la inversión requiere de fondos que la financien, este artículo se va a enfocar en la principal variable que determina el origen y cuantía de los fondos que financian la inversión: **el ahorro.**

Para comenzar, si analizamos el comportamiento de la inversión bruta de los últimos 60 años, se observa una tendencia decreciente y un estancamiento en la zona del 17 % del PIB. El aumento de la pobreza y el opaco crecimiento del PIB per cápita, es consistente con el desempeño de la inversión dado que con un mayor nivel de inversión, al aumentar el capital físico disponible en la economía, posibilita una mayor dotación de capital por trabajador, aumentando su productividad y sus ingresos.



Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

Pero como decía, para financiar la inversión se necesita del ahorro, y para comprender la relevancia de este, primero repasemos algunos conceptos:

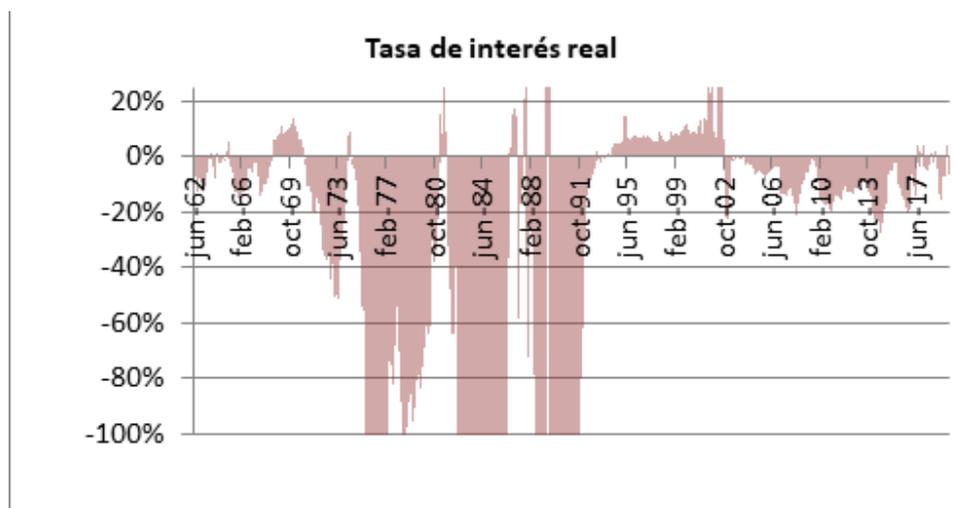
El PIB, desde el punto de vista de la demanda, se descompone entre el Consumo (privado y público), la Formación Bruta de Capital (o Inversión Bruta) y las exportaciones netas (exportaciones menos importaciones). De tal manera que el ahorro interno bruto, es la diferencia entre el PIB y el Consumo (privado y público) y resulta equivalente a la suma de la Inversión Bruta y de las exportaciones netas. Esto significa que, la inversión se puede financiar por un lado con ahorro interno y por otro lado con ahorro externo lo que a su vez implicaría un exceso de importaciones por sobre exportaciones. Por estos motivos, si se pretende aumentar la inversión y simultáneamente obtener un superávit comercial, es imprescindible aumentar la tasa de ahorro interno.

El ahorro interno tiene dos componentes que responden a distintos estímulos: El ahorro público, dado por el superávit o déficit presupuestario y el ahorro privado.

Respecto al ahorro público, en las últimas décadas y con excepción al lustro comprendido entre 2003 y 2008, fue siempre negativo. Esto significó que para financiar el déficit fiscal se recurriera en mayor o menor medida al ahorro interno privado (compitiendo con la financiación al sector privado), al endeudamiento externo (induciendo al déficit de las cuentas externas) y a la financiación con emisión monetaria de parte del Banco Central (lo que llevó a que pasemos por toda la clasificación conocida de la inflación: moderada, crónica, galopante e hiperinflación)

En cuanto al ahorro privado, para entender su comportamiento, hay que tener presente que el ahorro es un esfuerzo porque posterga el consumo presente y para estimularlo, debe ser recompensado con una rentabilidad tal que, brinde al ahorrista la perspectiva que el consumo futuro será mayor al consumo presente.

Si calculamos la rentabilidad real a partir de tasa de interés nominal anual para depósitos a 30 días (publicada por el BCRA), restándole el porcentaje de inflación anual (medido con el índice de Precios al Consumidor publicados por el INDEC), obtenemos una aproximación a la tasa de interés real de las últimas décadas cuya evolución se muestra el siguiente gráfico:



Elaboración propia en base a datos de BCRA e INDEC

Del gráfico se destaca que los períodos de tasas negativas superan a los de tasas positivas, incluso no son pocos los períodos que la serie “se escapa del gráfico” perforando su piso dado en menos 100 %.

De ello puede inferirse que la pérdida de capital influyó sobre la preferencia del público en general por ahorrar en moneda extranjera, pero además, los recuerdos de algunos episodios vividos por el sistema financiero (como el plan Bonex 1989 o el “corralito” 2001-02), también tienen otra consecuencia: el ahorro que se filtra por afuera del sistema bancario, que lleva a una **baja profundidad del sistema financiero** medido como relación entre depósitos totales y PBI. En nuestro país, los depósitos bancarios totales representan el 24 % del PBI. Para tener una referencia, en Chile equivalen al 78 %, Perú al 45 %, Colombia al 55 % y Brasil al 52 % solo por citar algunos países de la región.

Otro aspecto que agrava la escasez de fondos para financiar la inversión, radica en las necesidades financieras del Sector Público (relacionado con el déficit fiscal mencionado anteriormente). Según las estadísticas del Banco Central, durante el año 2019, el 61 % de los préstamos del sistema financiero estaban otorgados al Sector Público. Y si tenemos en cuenta, que el sector privado también toma créditos para financiar su consumo (el 40 % de los préstamos al sector privado son préstamos personales o tarjetas de crédito), el remanente para la financiación de la inversión se reduce substancialmente.

Para concluir, si estamos de acuerdo con que uno de los caminos para romper la tendencia de la pobreza estructural que padecemos es la inversión, es imprescindible incrementar la tasa de ahorro interna.

No será sencillo ni rápido. En el corto plazo el estado puede aportar mayor austeridad para liberar fondos prestables hacia el sector privado. El aumento del ahorro privado y por sobre todo su direccionamiento hacia al sistema bancario, puede llevar más tiempo. El ordenamiento de la macroeconomía que elimine la inflación resultará ineludible para conseguirlo.



# Tropezando más de dos veces con la misma piedra.

Por Daniel Hoyos Maldonado

“El ser humano es el único animal capaz de tropezar dos veces con la misma piedra” dice la conocida frase. Expresión que se encuentra emparentada con aquella otra, atribuida a Einstein, que postula que la “locura es hacer lo mismo una y otra vez esperando obtener resultados diferentes”. Ambos dichos refieren a utilizar medios equivocados para resolver un determinado problema.

Esto último es, tal vez, un lugar común en la política económica argentina, caracterizada por el empecinamiento en el error, en chocar múltiples veces con la misma piedra.

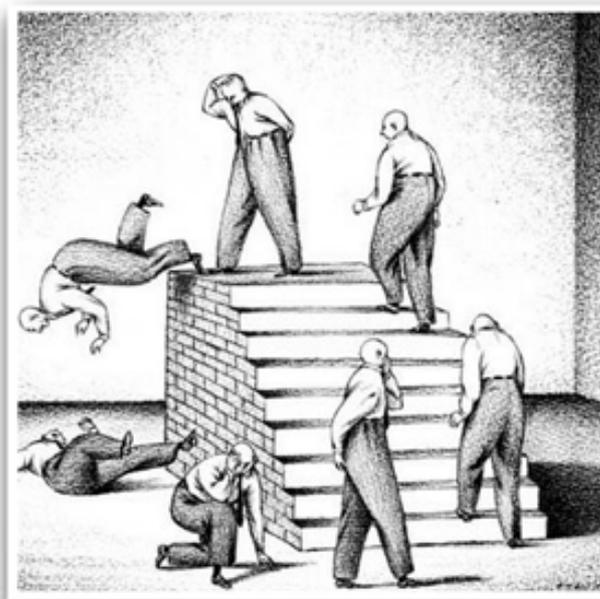
La historia monetaria argentina es, tal vez, la muestra más plausible de este fenómeno.

Repasemos algunos eventos.

[1] Los inicios: Hacia 1820, convivieron en el territorio argentino monedas del período colonial y aquellas acuñadas por orden de la Asamblea del año XIII. En todo caso, el dinero circulante era metálico (plata y cobre) estableciéndose relaciones entre los distintos metales. Así, por ejemplo, una onza de oro equivalía a 17 pesos fuertes.

Luego de los eventos de 1820, cada provincia definió su moneda, con diferente contenido metálico, lo cual complicaba las transacciones comerciales y financieras interprovinciales. En este contexto, el 15 de enero de 1822 se fundó el Banco de Descuentos o Banco de Buenos Ayres que fue la primera entidad que, en 1823, comenzó a emitir papel moneda.

Se estableció que tales pesos eran convertibles en pesos fuertes (moneda metálica) en una relación 1:1, siendo la garantía el capital del banco. A tal efecto, se había suscripto un capital por 1 millón de pesos fuertes, que recién se terminó de integrar el 31 de agosto de 1824. Para esa fecha, la emisión ya había alcanzado a 1,68 millones de pesos fuertes...68% por encima de la garantía.



<https://mariodehter.com/aprender/en-la-escalinata-del-capitolio>

Este desequilibrio no detuvo la emisión monetaria que, para principios de 1826, alcanzó la cifra de 2,7 millones de pesos. Conclusión: el 28 de enero de 1826 se declaró la inconvertibilidad, debido a la depreciación de esta moneda. En ese año, también se nacionalizó el Banco de Descuentos dando lugar a la creación de una nueva entidad bancaria: el Banco de las Provincias Unidas del Río de la Plata, también conocido como Banco Nacional.

Este nuevo banco contaba, nominalmente, con un mayor capital que su predecesor (10:1), pero sus reservas en dinero metálico – factor relevante - no siguieron el mismo patrón. La diferencia se cubría con...títulos públicos. Como era de esperar la emisión continuó. En 1827, cuando cae el gobierno nacional, el monto de circulante ya había superado los 10 millones de pesos y siguió creciendo. A fines de esa década, la onza de oro equivalía a 120 pesos.

Durante el período rosista, en 1836, se sustituye el Banco Nacional por la Casa de la Moneda. Tal cambio no implicó que la emisión se detuviera. Por el contrario, creció hasta 210 millones de pesos al momento de la caída del caudillo bonaerense. Por entonces se necesitaban casi 300 pesos para adquirir una onza de oro.

Ya en el período de organización nacional, en 1867 se estableció una nueva convertibilidad que se sostuvo hasta 1873, sustentada en gran parte con endeudamiento externo. Condiciones macroeconómicas externas más una nueva emisión en exceso por sobre las reservas terminó generando una corrida bancaria que culminó con este régimen monetario.

[2] La unificación monetaria: El 5 de noviembre de 1881 se sancionó la Ley 1.130 que inauguró una nueva etapa. El objetivo de la norma era terminar con la dispersión monetaria existente en el territorio argentino, creando un nuevo signo monetario: el peso moneda nacional. Hasta ese momento convivían las monedas metálicas utilizadas en el interior, y los billetes emitidos por el Banco de la Provincia de Buenos Aires y por el Banco Nacional, más algunas monedas extranjeras.

Dicha norma habilitó la circulación simultánea de tres monedas nacionales (oro, plata y papel) y estableció relaciones de cambio fijas entre ellas. Luego, la pérdida de valor de la plata condujo a que el sistema se tornara en bimonetario. Tal circunstancia, fue reconocida, en 1883, por la Ley 1.354 que instituyó el oro como patrón monetario. Sin embargo, esta legislación no contemplaba el respaldo pleno con dinero metálico de la emisión monetaria, lo cual generó un desequilibrio entre el monto emitido y su respaldo. Esta situación condujo a declarar la inconvertibilidad en 1885, condición que se mantuvo hasta noviembre de 1889. Durante este lapso, la base monetaria pasó de 48 a 245 millones de pesos.

Detrás del crecimiento de la oferta monetaria se encuentra la implementación del régimen de Bancos Nacionales Garantidos. En 1887 se sanciona la Ley 2.216 que concede la facultad de emitir billetes, garantizados con fondos públicos nacionales, a bancos adheridos al sistema. A diferencia de las emisiones previas a 1881, los billetes tendrían circulación nacional.

La arquitectura del sistema preveía un monto máximo de emisión para todo el sistema. Al mismo tiempo, los bancos tenían que cumplir ciertas exigencias para poder ingresar al régimen. Por un lado, debían integrar un capital mínimo que establecía un tope a su capacidad de emisión (90% del capital). Por otro, la ley contemplaba mecanismos para garantizar la liquidez y solvencia de cada banco. Así, cada ente debía contar con un fondo de reserva, en oro, equivalente al 10% de su emisión. Asimismo, debían adquirir títulos públicos de la deuda interna, cancelables en oro, con un aforo del 85%.

Dieciséis bancos (diez que se crearon desde la sanción de la ley) ingresaron en el sistema. Muchas de las provincias eran accionistas de estos bancos y se endeudaron en el exterior para obtener el oro necesario para adquirir los títulos públicos, buscando arbitrar rendimientos entre los títulos. Adicionalmente, algunos de los bancos emitieron y entregaron letras para adquirir los títulos nacionales que operarían como garantía.

La combinación de la inconvertibilidad y emisión monetaria, más el contexto internacional, derivó en una fuerte presión sobre el mercado cambiario. El gobierno intervino en este mercado para estabilizar la moneda (utilizando recursos obtenidos por la venta de los títulos públicos a los bancos) intentando sostener el financiamiento del desequilibrio fiscal y del déficit comercial externo. Esta política no fue efectiva y se reflejó en una importante reducción de las reservas internacionales, a la par de una corrida contra las principales entidades bancarias. Este escenario se completó con una importante crisis política que culminó en la caída del gobierno de Juárez Celman. Luego, el nuevo presidente Carlos Pellegrini impulsó una nueva política económica que, en el plano monetario, significó la creación, en octubre de 1890, de la Caja de Conversión, adoptando el patrón oro. Este nuevo organismo se sostuvo, prácticamente, durante 45 años, hasta la instalación del Banco Central como organismo rector de la política monetaria argentina.

[3] El Banco Central: Si bien en 1935 se crea el Banco Central de la República Argentina (BCRA), ya se habían dado algunos pasos que iban delineando el nuevo ente. En efecto, en 1914 – en forma concomitante con el inicio de la primera guerra mundial – se autorizó a la Caja de Conversión a redescantar documentos comerciales de no más de 180 días de plazo y con una garantía metálica del 40%; con ello, se flexibilizaron las condiciones de emisión monetaria.

<b>Ley (L) Decreto Ley (DL)</b>			<b>Regulación de la cantidad de crédito y de los medios de pago.</b>
<b>L</b>	<b>12.155</b>	<b>1935</b>	[...] adaptándolos al volumen real de los negocios.
<b>DL</b>	<b>13.126</b>	<b>1957</b>	[...] a fin de mantener el poder adquisitivo de la moneda y promover al desarrollo ordenado del ahorro y de la inversión, y estimular el crecimiento ordenado y persistente del ingreso nacional con el máximo posible de ocupación de los factores productivos.
<b>L</b>	<b>20.539</b>	<b>1973</b>	[...] a fin de crear condiciones que permitan mantener un desarrollo económico ordenado y creciente, con sentido social, un alto grado de ocupación y el poder adquisitivo de la moneda.
<b>L</b>	<b>24.144</b>	<b>1992</b>	Es misión primaria y fundamental preservar el valor de la moneda. Observar la evolución del crédito en la economía.
<b>L</b>	<b>25.562</b>	<b>2002</b>	Es misión primaria y fundamental preservar el valor de la moneda.
<b>L</b>	<b>26.739</b>	<b>2012</b>	Promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social. Regular la cantidad de dinero y las tasas de interés y regular y orientar el crédito

Las diferencias más relevantes entre las normas consignadas vienen dadas por, al menos, tres aspectos: (i) el énfasis otorgado a la preservación del valor de la moneda; (ii) el grado de independencia del BCRA respecto del gobierno; y (iii) la multiplicidad de objetivos.

Tomando en cuenta tales aspectos, se puede inferir que las leyes de 1935, 1992 y 2002 presentan la definición más directa sobre el tema. Por el contrario, las normas de 1957, 1973 y 2012 presentan una perspectiva más compleja, donde la preservación del valor de la moneda comparte la misma relevancia con otros objetivos.

Así, por ejemplo, la Ley 26.739 pone en pie de igualdad los objetivos de estabilidad monetaria, empleo y desarrollo económico, entre otros. En este último caso, se destaca la imagen de un BCRA más dependiente de los objetivos del gobierno y embarcado en una perspectiva regulatoria más profunda.

Más allá de los textos y sus diferencias, lo relevante es identificar cuáles son los efectos de la política monetaria. Esto se puede evaluar observando el desempeño del índice de precios al consumidor (IPC) entre 1935 y 2021.

Así, se consideran 87 observaciones anuales (tasas de variación interanual). De este conjunto, solo 5 períodos mostraron una variación negativa. En tanto, en los 82 años restantes las tasas de variación interanual oscilaron en un amplio rango, entre el 0,2% y 3.079,5%. Un resumen de la distribución de los datos se presenta en la siguiente tabla.

Luego, en 1932, el Congreso autorizó el denominado “Empréstito Patriótico” a fin de recaudar unos 500 millones de pesos moneda nacional. Al mismo tiempo, se facultó a la Caja de Conversión a adelantar billetes de curso legal como contrapartida de los títulos del empréstito, aforados al 85%. De esta manera, se monetizaba el déficit fiscal.

Con tales antecedentes y la experiencia internacional, se sanciona la Ley 12.155 por la que se establece como máxima autoridad monetaria al BCRA. La norma definía que el nuevo organismo, de capitales mixtos, tendría una vida limitada: 40 años. Su misión fue definida en torno a cuatro objetivos principales: (i) la administración de reservas internacionales; (ii) la regulación del crédito y de los medios de pago; (iii) la superintendencia bancaria y de la liquidez y el crédito bancario; y (iv) la actuación como agente financiero del gobierno. A tal efecto, se le otorgan amplias facultades de manejo monetario y de asistencia a entidades financieras. A la par, se dispuso una prohibición de conceder préstamos al gobierno nacional, bajo cualquier formato (adelantos, descuentos, compra de títulos, etc.)

Estas características (a) capitales mixtos, (b) duración limitada, (c) objetivos específicos, y (d) determinados instrumentos y limitaciones, fueron cambiando con sucesivas modificaciones de las normas que regían al BCRA. Las principales reformas se produjeron en 1946 (Decreto Ley 8.503), 1957 (Decreto Ley 13.126), 1973 (Ley 20.539), 1992 (Ley 24.144), 2002 (Ley 25.562), y 2012 (Ley 26.739).

En 1946, el gobierno de facto estatizó el BCRA, manteniendo los objetivos indicados en la Ley 12.155 pero adicionando facultades de superintendencia sobre tres bancos estatales, la Caja Nacional de Ahorro Postal y, curiosamente, doce entes dedicados a la regulación de diferentes sectores económicos (Comisión Nacional de la Vivienda, Comisión Nacional de Granos y Elevadores, Junta Nacional de Carnes, etc.)

En general, la figura de un banco central se asocia con una misión concreta: preservar el poder adquisitivo de la moneda. La normativa argentina no ha mostrado uniformidad en el tratamiento de este objetivo.

Tasas de variación interanual	Períodos	%
< 0%	5	5,75
0%-100%	65	74,71
0-10%	18	20,69
10-20%	14	16,09
20-50%	29	33,33
50-100%	4	4,60
> 100%	17	19,54
<b>Total</b>	<b>87</b>	<b>100,00</b>

Consecuentemente, el período analizado se caracterizó por la existencia de un proceso inflacionario casi permanente, que promedió una tasa de variación interanual del 122,9%. El contraste es muy significativo si se lo compara con el período precedente, desarrollado entre 1900 y 1934, donde la variación promedio del IPC solo ascendió al 1,3%, con un máximo del 26,2% y un mínimo del -15,8%. Un ejercicio complementario que podría consistir en dividir el período iniciado en 1935 en distintas etapas a partir de la identificación de hitos relevantes.

Así, por ejemplo, la nacionalización del BCRA podría ser un hito relevante. Si este fuera el caso, se observaría que el IPC creció, en promedio, al 4,5% anual. En tanto, luego de la nacionalización ese promedio ascendió al 140,0% anual.

Un enfoque alternativo sería considerar como hito relevante la sustitución del peso moneda nacional, en 1969. De esta manera, en el primer tramo, la variación interanual media alcanzó al 18,8%. Por su parte, para el lapso transcurrido a partir de 1969, el promedio fue 193,0%.

En todo caso, es claro que el proceso inflacionario ha sido persistente y creciente en el tiempo, y que el objetivo del BCRA de preservar el poder adquisitivo de la moneda fracasó bajo las distintas normativas que han regido el sistema monetario argentino.

Es necesario marcar que durante este período se implementaron distintos planes antinflacionarios que tuvieron suerte variada al momento de reducir la tasa de inflación, pero, finalmente, resultaron incapaces de lograr una desactivación del fenómeno inflacionario.

Algunos de estos planes procuraron combinar el frente monetario y el fiscal. Sin embargo, en la

mayoría de los casos se plantearon ajustes de naturaleza coyuntural y no de carácter estructural y, en parte, esto explica el fracaso de estas iniciativas. Los tres eventos repasados muestran que el fenómeno inflacionario ha sido una constante en nuestra historia a partir de los desarreglos monetarios organizados al amparo de las decisiones del Banco Central.

Y a pesar de esta experiencia, en la actualidad, el diagnóstico gubernamental rechaza tal evidencia, buscando explicar la inflación como un fenómeno multicausal, donde el costado monetario asume un rol irrelevante.

En este contexto, el secretario de comercio Roberto Feletti ha sugerido que la inflación surge con motivo de una combinación de la “inflación de góndolas”, generada por “oligopolios”, y de la “inflación importada” en el caso de los commodities. En verdad, tales hipótesis no tienen mucho asidero, pues, el impacto se observaría en los precios relativos (ratio entre los precios de distintos productos), pero no en el nivel promedio de precios.

Luego, a partir de este diagnóstico, surge el menú de instrumentos que se utilizarán para “combatir” la inflación. Los favoritos del gobierno son: (a) el tipo de cambio controlado, (b) los acuerdos de precios, y (c) las retenciones a las exportaciones.

Los acuerdos de precios son lo más parecido a una obra de teatro, en la que ni el mismo gobierno cree, pues, de otra manera no se explica racionalmente la existencia de programas como el de precios cuidados o la ley de góndolas.

En tanto, el control del tipo de cambio y las retenciones reducen los ingresos de los productores y, al mismo tiempo, establecen un techo para los precios internos de los productos primarios. Creo que no existe mejor práctica para reducir los incentivos a producir y, con ello, contraer la oferta de bienes y, por tanto, esperar un incremento en el nivel de precios de tales bienes.

En este contexto, está emergiendo un nuevo instrumento “estrella” en el combate antiinflacionario: los fideicomisos. El plan piloto se aplicó en el sector aceitero. ¿Cómo funciona? Los exportadores de aceite de soja y girasol aportan hasta U\$S 190 millones anuales que se destinarán a subsidiar la comercialización en el mercado interno de 29 millones de litros mensuales de aceite de girasol y mezcla.

En otras palabras, se aplica un impuesto y luego se lo redistribuye, con la expectativa de controlar el precio del aceite.

¿Funciona? Evidentemente no. Las góndolas de los supermercados dan testimonio de ello. En cada una de ellas se pueden detectar dos secciones: una porción con el precio controlado y la otra con precio libre. En el primer caso, junto al bien en cuestión aparece un pequeño cartel que informa sobre los límites de compra del producto (por ejemplo, 2 unidades por familia). Es claro que el diferencial de

precios sesga la demanda hacia los productos artificialmente más baratos.

En fin, este mecanismo se diseñó para impactar en el nivel de precios; sin embargo, solo tiene efectos redistributivos muy curiosos: solo beneficia a los que llegan primero a la góndola. Nótese que estas personas compran más barato...independientemente de cuál sea su ingreso, pues, los controles de este tipo son ciegos respecto del beneficiario. De esta manera, podría darse el caso de una redistribución regresiva.

Ahora, la secretaría de comercio quiere extender este mecanismo a distintos mercados. Así, el gobierno anunció que estructurará un fideicomiso para realizar compras anticipadas de productos frescos (papa, cebolla y tomate) ...aunque todavía no aclaró quién será la víctima que financiará esta nueva aventura.

También se encuentra en estudio un fideicomiso para el trigo. En este caso, los exportadores aportarán los fondos, unos U\$S 25 millones, que servirían para intervenir en el precio de la harina y los fideos.

En tanto, también estarían en la brújula del gobierno, el maíz (como insumo de la producción de alimento balanceado) y la leche.

Al negar la causa monetaria de la inflación, las decisiones instrumentales serán equivocadas. Los resultados alcanzados en la última década evidencian esta circunstancia. En promedio, el IPC creció a una tasa del 35,7% a pesar de los programas de precios cuidados, super cerca, y canasta ahorro; los precios controlados y congelados (farmacéuticos, tarifas, combustibles, etc.), ley de góndolas, y los programas policíacos SIFIRE, SIPRE y ley de abastecimiento, entre otros.

De nuevo, con toda una batería de instrumentos “heterodoxos” ...el gobierno logró que el IPC creciera a una tasa promedio del 35,7% anual...y creciendo!

Luego, si fracasaron una y otra vez por este camino, ¿por qué los resultados serán distintos si el gobierno se empeña en usar las mismas herramientas?

Pronóstico: el popular dicho nos cuenta que el hombre es el único animal que tropieza dos veces con la misma piedra. En 2022, vamos a tropezar con más de una.



# Usted pregunta, IECON responde

*Lo invitamos a enviarnos su consulta antes del 10 de cada mes para que nuestro equipo pueda darle una respuesta a sus consultas.*

***instituto\_economia@econ.unicen.edu.ar***



## **PATRICIO: ¿podrían explicarnos que son los CEDEARS de ETFs?**

**IECON:** El martes 18 de enero fue la primera rueda para que inversores locales puedan operar certificados de depósitos CEDEARS sobre ETFs, Exchange Traded Funds, y, como era de esperar, el volumen negociado en los ETFs superó al de las acciones líderes del Merval y el resto de los CEDEARS. Los volúmenes negociados vienen dando la pauta de que los certificados de depósito CEDEARS son una opción preferida por sobre las acciones locales desde hace un tiempo (en los últimos 6 meses, representaron el 68% de las operaciones de renta variable), y que permiten (con pesos o dólares) apostar al accionar de acciones o fondos que operan en el exterior.

Sin embargo, el lanzamiento de estos nuevos instrumentos se dio en un momento de gran volatilidad en los mercados internacionales. Como se explica en la nota global, la mayor volatilidad derivada de los riesgos inflacionarios del conflicto entre Rusia y Ucrania, entre otras variables, han impactado en la performance de las acciones e índices que componen estos activos.

Un ETF (Exchange Traded Funds) es un híbrido entre un fondo común de inversión y una acción. Comprar participaciones de un ETF supone comprar una cartera de activos, igual que sucede con un fondo de inversión tradicional pero, en el caso de los ETFs cotizan a lo largo de toda la sesión bursátil, por lo que pueden comprarse a cualquier hora en que el mercado esté abierto, igual que las acciones (en otras palabras, se negocian de forma intradiaria). Los ETFs siguen a un índice de referencia. Hay ETFs sobre índices, sectores, subsectores, commodities o cualquier otro instrumento. Su gestión es pasiva, ya que el portfolio manager, es decir quien lo administra, solo busca replicar de forma idéntica el comportamiento del activo subyacente.

Comprar una participación de un ETF es equivalente a comprar, en una sola operación, todas las acciones que componen el índice de referencia, por lo que cuando se compran participaciones de un ETF se sabe exactamente lo que se está comprando. El número de participaciones aumenta y disminuye, según las necesidades del mercado. Si la demanda del ETF aumenta la sociedad de gestión compra más acciones en el mercado y crea nuevas participaciones del ETF. Entre sus principales ventajas se puede destacar que: i) permiten la adquisición de una canasta de activos con tan solo una transacción, pudiendo diversificar el portafolio con un monto muy bajo; ii) posibilitan la exposición a un índice, a un sector, a países o regiones; y iii) permiten elegir distintos perfiles de activos, como bonos, acciones, monedas o commodities.

Los [Cedears](#) (Certificados de Depósito Argentinos) son activos financieros del mercado local que representan acciones ordinarias de empresas que cotizan en el exterior. Se negocian tanto en pesos como en dólares, aunque vale destacar que actualmente el mayor volumen de operaciones se da en pesos. Entre sus principales ventajas se puede mencionar que: i) permiten invertir en las empresas más importantes del mundo sin necesidad de contar con una cuenta en Estados Unidos; ii) son bajos los montos necesarios para comprar Cedeard que hacen posible la conformación de una cartera diversificada; y iii) la posición se mantiene dolarizada ya que el precio no sólo se ajusta según la variación del precio de la acción en el mercado del exterior, sino también a partir de cambios en la cotización del dólar CCL.

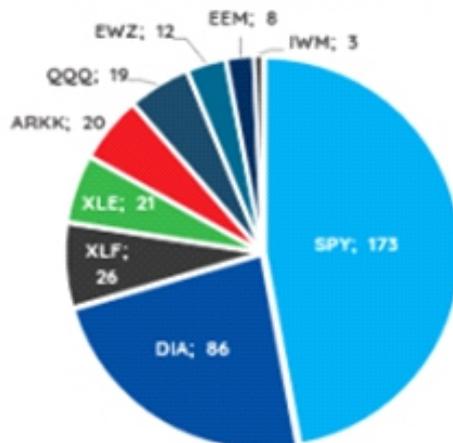
Al mercado local llegaron 9 ETFs, que operan en CEDEARS:

- 4 que replican a los principales índices del mercado norteamericano (\$SPY, \$QQQ, \$IWM, \$DIA),
- 3 que replican sectores (\$ARKK, \$XLE, \$XLF) y
- 2 que replican índices MSCI que reflejan la evolución de algunos mercados internacionales (\$EEM, \$EWZ).

Para tener una idea de su relevancia en el mercado local, el viernes 18 de febrero, los ETFs movieron un volumen de 367 millones de pesos, representando un 10% del total operado en CEDEARS y un 7% del total operado en renta variable.



**Volumen operado diario**  
(en millones de pesos)



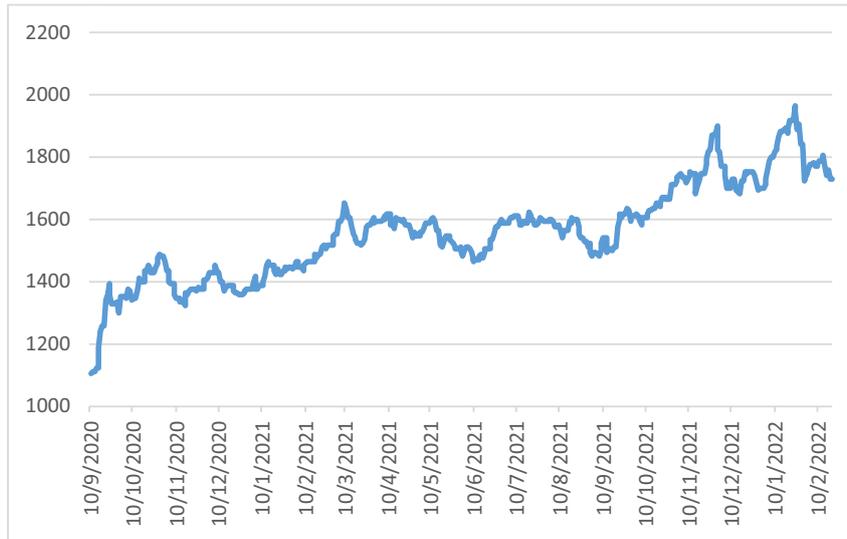
Fuente: IAMC

- **\$SPY (SPDR S&P 500):** Este ETF sigue al índice S&P 500, que incluye a las 500 principales empresas en cuanto a su capitalización en el mercado norteamericano. Es el más negociado de todos los ETFs a nivel mundial y tuvo un rendimiento de aproximadamente 136% en los últimos 5 años. Cuenta con un market cap. superior a los U\$D 440.000 millones y sus principales tenencias son: Apple (\$AAPL), Microsoft (\$MSFT), Amazon (\$AMZN), META(\$FB) y Google (\$GOOGL).
- **\$QQQ (Invesco QQQ Trust):** Brinda exposición al Nasdaq-100 Index que está compuesto por empresas de varios sectores no financieros, por ejemplo: Tecnología, comunicaciones, retail, salud, etc. Apunta a empresas que están a la vanguardia de temas transformadores a largo plazo. Sus principales tenencias son: Apple (\$AAPL), Microsoft (\$MSFT), Amazon (\$AMZN), Tesla (\$TSLA) y Google (\$GOOGL). Este ETF cuenta con una capitalización superior a los U\$D 209.000 millones y rindió casi un 28% en el 2021.
- **\$XLF (Financial Select Sector SPDR):** Incluye principalmente bancos, compañías de seguros, de servicios financieros, REITs (Real State Investment Trust) y empresas cuyo negocio se focaliza en créditos al consumo, entre otras. Su capitalización actualmente es de U\$D 49.000 millones y sus tenencias principales son Berkshire Hathaway (\$BRK.B), JP Morgan (\$JPM), Bank of America (\$BAC), Wells Fargo & Company (\$WFC) y Morgan Stanley (MS). En el último año el ETF rindió un 31,74%.
- **\$ARKK, ARK Innovation ETF Equity:** está enfocado en empresas vinculadas al desarrollo de tecnologías disruptivas
- **\$IWM, iShares Russell 2000 ETF:** se centra en compañías de pequeña capitalización bursátil tales como AMC, Synaptics o Lattice
- **\$EEM iShares MSCI Emerging Markets ETF:** tiene por objetivo seguir a los mercados emergentes, brindando exposición a importantes empresas de países como China, India, Sudáfrica, Rusia y México.
- **\$EWZ iShares MSCI Brazil ETF,** se centra en compañías brasileñas

# La Coyuntura en gráficos

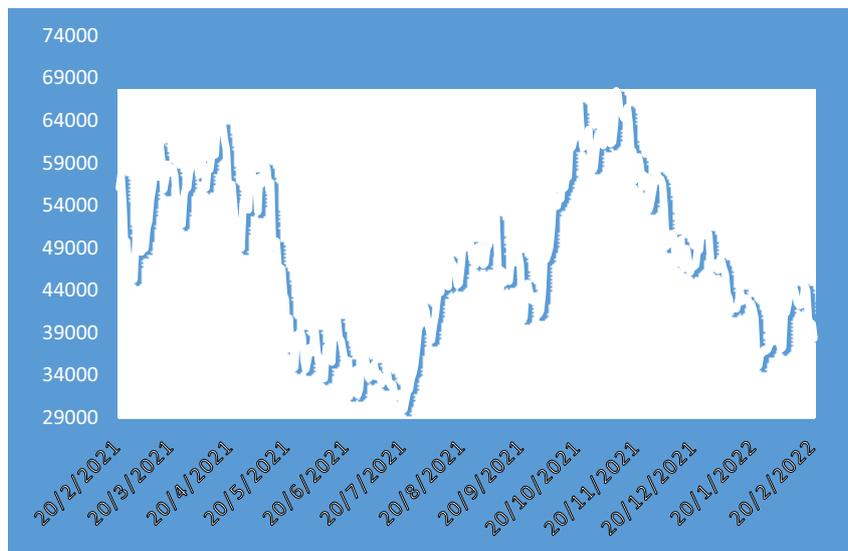
## EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO PAÍS DE ARGENTINA

El acuerdo con el FMI ha permitido una reducción de la prima de riesgo país en Argentina en las últimas semanas, siendo clave el tratamiento parlamentario y el tiempo de descuento hasta el 22/3, momento de vencimiento de 2.879USD millones con el organismo.



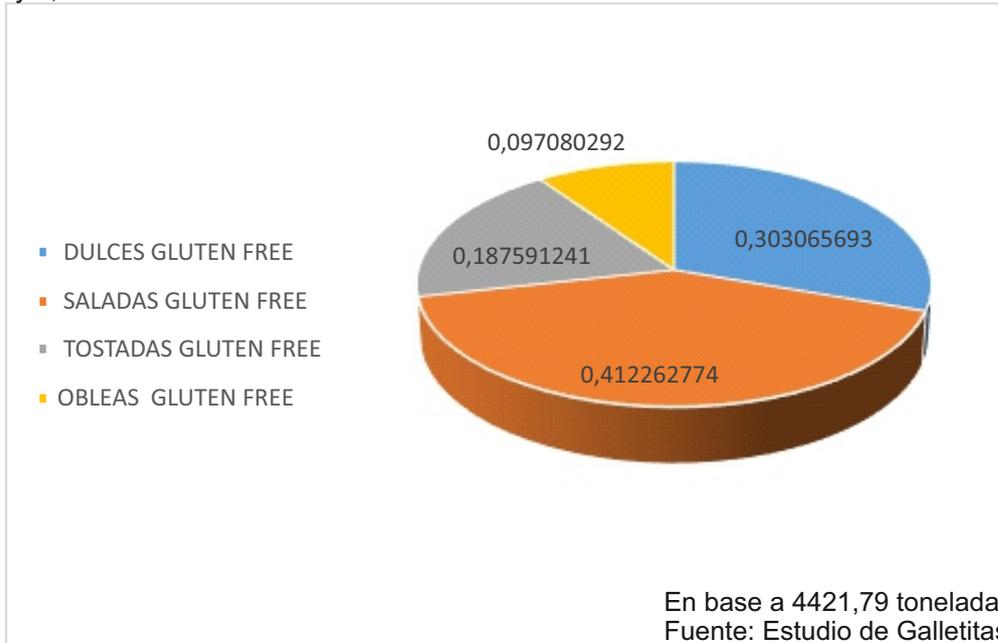
## EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DEL BITCOIN EN DÓLARES

Tras la fiebre de las apuestas, muchos jóvenes han visto en estas monedas el maná de la prosperidad sin esfuerzo. La posibilidad de comprar y vender en cualquier momento, unido al atractivo de sus aplicaciones y el estatus social de la figura del inversor las han convertido en todo un fenómeno social

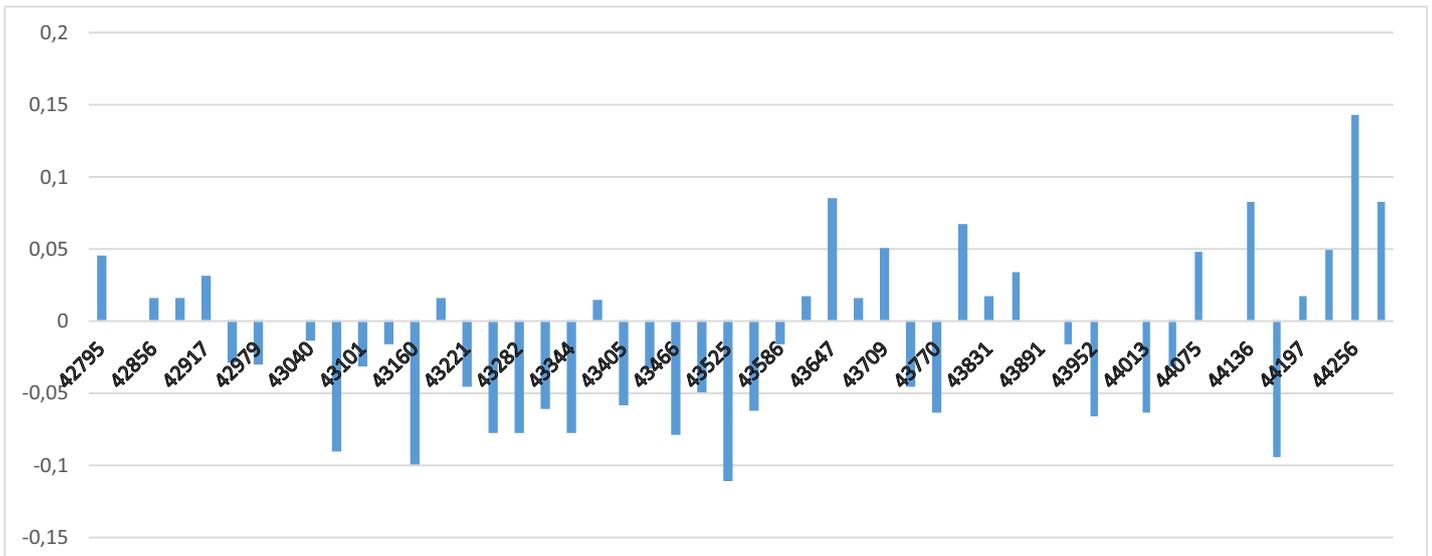


**MERCADO DE GALLETITAS Y TOSTADAS GLUTEN FREE. ESTIMACIÓN POR SECTORES.**

Se estima que el 1% de los Argentinos son celíacos, por lo tanto alrededor de 420.000 personas la padecen. Pero de ellos solo el 10% lo sabe. Es decir el mercado actual es de alrededor de 45.000 celíacos diagnosticados. Según las fuentes presentadas el mercado total Gluten Free oscilaría entre el 8% y el 15% de la población total es decir entre 3,4 millones y 6,3 millones de habitantes.



**VARIACION % INTERANUAL DE LA UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA EN LA INDUSTRIA DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS Y BEBIDAS - ARGENTINA**



Fuente: INDEC - Último dato abril 2021 -

**LATINOAMÉRICA:  
VARIACION INTERANUAL DEL CONSUMO DE ALIMENTOS Y BEBIDAS EN PANDEMIA.**



Fuente: STATISTA.

**CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS AL 21/02/2022**

VARIABLES FINANCIERAS	21/02/22	VARIACION YTD - 2022
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	112,25	4,18%
DÓLAR CCL EN ARGENTINA	207,35	-13,60%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	5,10	-8,65%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	1709	-7,17%
INDICE S&P Merval (ARGENTINA)	90029	7,17%
DOW JONES (USA)	33770,03	-7,29%
BOVESPA (BRASIL)	111776	6,63%
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	588,45	19,54%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	257,77	10,39%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	292,85	3,40%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	92,82	23,41%
ORO - USD POR ONZA	1907,00	4,15%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	39,93%	17,03%
PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	38,50%	13,24%
BITCOIN	38.285,00	-17,16%