CONTEXTO

Entrega Nº 1.308

Set. 1, 2014

La "newsletter" de Juan Carlos de Pablo

COMO LO VEO

Ganar la lotería es muy difícil, pero más difícil es cuando ni siquiera se compra un billete. Esta es la síntesis de lo que estamos viviendo. Cuando un gobierno se va, y nadie le cree nada, es muy complicado hacer política económica. Pero peor cuando encima se malgastan las energías del equipo económico.

CLAVES

- Proyecto de Massa para modificar lugar de pago a holdins. ¿Cuánto de política y cuánto de economía? Que opinen los expertos.

- China condiciona los préstamos a que Argentina no esté en default. Kicillof viaja para analizar personalmente la cuestión. China quiere vender sus productos, Argentina quiere dólares frescos, para asignarlos a otros destinos.

- EEUU. Según la estimación revisada, en el IIT.14 el PBI creció 4,2% anualizado.

- Brasil. Elección presidencial el 5.X. Marina Silva, ¿empata en primera vuelta y gana en la segunda? PBI cayó 0,2% en IT.14 y 0,6% IIT.14.

ME PREGUNTO

¿Quién es el h. de p. que destroza los nuevos vagones del ferrocarril Sarmiento?

SEMAFOROS

ROJO

☹ Si usted se entretiene con la sugerencia presidencial de mudar la Capital Federal, es parte de su problema.

AMARILLO

😐 Precio internacional de la soja cayó 20%, por mayor cosecha de Estados Unidos.

VERDE

☺

EN ESTA ENTREGA

- Como lo veo
- Dólar-tasa, con expectativas cambiantes
- Choferes urbanos, ¿empleados públicos?
- ¿Tomaría Ud. un café en la Confitería del Molino?
- Limpiar lo que se ensució. ¿Tarea de quién?
- ¿Estancamiento secular, a partir de 2007?
- Robert Arthur Haugen

DEL "PENGUIN DICTIONARY OF MODERN HUMOROUS OUOTATIONS"

"Esta nación [Israel] de 4 millones de habitantes, está formada por una coalición de 4 millones de primeros ministros, por no decir una de 4 millones de profetas o de mesías". Amos Oz.

Director: Juan Carlos de Pablo – Prohibida su reproducción total o parcial
Suscrip. e informes: Av. Pte. R. Sáenz Peña 852 – 4º – 1035 – Cap. Fed.
Tel–Fax: 4328-9413 / 9563; 4394-0337 – E-mail: depablo@speedy.com.ar

CONTEXTO; Entrega N° 1.308; Setiembre 1, 2014

COMO LO VEO

"Los discapacitados deberían concentrarse en las cosas que su discapacidad no les impida hacer y no lamentarse por las que no pueden hacer. En mi caso he conseguido hacer la mayoría de las cosas que quería".

(Fuente: Hawking, S.: Mi vida, Crítica, 2014).

Ganar la lotería es muy difícil, pero más difícil es cuando ni siquiera se compra un billete. Esta es la síntesis de lo que estamos viviendo. Cuando un gobierno se va, y nadie le cree nada, es muy complicado hacer política económica. Pero peor cuando encima se malgastan las energías del equipo económico.

Producción industrial, según INDEC y FIEL

¿En qué quedamos? Pregunta mi tía Carlota.

Según INDEC, ajustada por estacionalidad la producción industrial cayó 0,1% entre junio y julio pasados, declinó 0,7% entre julio de 2013 e igual mes de 2014; y cayó 2,8% comparando los 7 primeros meses del año anterior y del presente.

Mientras que según FIEL, ajustada por estacionalidad la producción industrial cayó 0,7% entre junio y julio pasados, declinó 5,5% entre julio de 2013 e igual mes de 2014; y cayó 4,2% comparando los 7 primeros meses del año anterior y del presente.

Las discrepancias en las variaciones mensuales pueden ser entendibles, porque en períodos cortos están sujetas a "detalles". Pero la discrepancia interanual, como la referida a los acumulados, llama la atención.

¿Trasladar la Capital; a Santiago del Estero?

Si, a juzgar por los resultados que palpa cada uno de nosotros, la presidenta de la Nación estuviera "haciendo su trabajo", no molestaría que también le prestara atención a la cuestión del traslado de la Capital Federal. En las actuales circunstancias, parece un chiste de mal gusto.

EEUU creció (un poquito) más de lo que habían estimado

El lector de **Contexto** sabe que la estimación recontrapreliminar del PBI de Estados Unidos debe ser tomada con pinzas, por la frecuencia con la cual es revisada de manera significativa.

No ocurrió en el segundo trimestre de 2014. En efecto, desestacionalizando la serie y anualizando la variación, según la estimación recontrapreliminar el PBI real de Estados Unidos había crecido 3,9%, mientras que según la estimación revisada creció 4,2%. Buen segundo trimestre, luego de mal primer trimestre.

De cualquier manera, como se expresa en la síntesis de un libro que acompaña esta entrega de la newsletter, el "fantasma" del estancamiento secular está mucho más presente en los países que integran la Eurozona, que en Estados Unidos.

Puntaje futbolístico: descripción y calificación.

Vélez Sarsfield obtuvo 12 puntos en los 4 partidos que disputó. Algunos comentaristas dicen que este puntaje es el ideal, cuando en realidad deberían decir que es el puntaje máximo.

La diferencia no es semántica. Ideal es un calificativo, máximo es una descripción. Al ganar los 4 encuentros, el equipo de mis amores obtuvo todos los puntos en juego. Lo cual es "ideal" para los hinchas de "El Fortín", pero no tiene nada de ideal para los simpatizantes del resto de los equipos.

Es notable la frecuencia con la cual los hechos, en vez de ser descriptos, son calificados. Desde el punto de vista de la comunicación esto es contraproducente, porque un mismo hecho puede ser calificado de manera diferente, por distintas personas. Ejemplos: un día en el que

caen gotas del Cielo es un día lluvioso, no necesariamente uno horrible; desde marzo de 1976 ejerció el gobierno el Proceso, no necesariamente la dictadura genocida.

¿Y entonces?

Le preguntaron a un escultor cuál era su técnica. Contestó: "tomo un bloque de piedra y saco lo que sobra".

Es una manera de introducir un tema central, hoy en Argentina. Focalice, no se distraiga. Porque si lo hace, usted es parte de su problema.

Su diagnóstico tiene que partir de las esencias, que son robustas. De la política y la macro hablo yo, pero también pregúntese: ¿qué me cabe esperar, dado el producto que fabrico y vendo? (si ud. vende motos su desafío es mucho mayor que si vende mortadela); ¿cómo estoy atendiendo –y cómo está atendiendo mi gente- a los (pocos) clientes que me consultan? ¿tengo problemas de demanda, o de oferta (ejemplo: DJAI)? ¿Me estoy contando el cuento, con respecto a lo que puede ocurrir de aquí a fin de 2015?

La historia dice que las crisis duelen, pero también que se superan, esencialmente porque la vida sigue... mal que les pese a las autoridades de turno. De repente esto, a usted, le da...

¡ánimo!

POSDATA. Para responder la pregunta: "¿se parece esto a 1989, es decir, al final del gobierno presidido por Raúl Ricardo Alfonsín?", habría que saber, exactamente, qué ocurrió hace un cuarto de siglo. Pero saberlo de manera detallada, prestándole atención a la dinámica de los acontecimientos, las acciones gubernamentales, las reacciones de la población y el resultado final. ¿Dónde encontrar todo esto? En

Vivencias extremas, el libro que en 2014 me publicó la editorial Barbarroja.

Confieso que lo escribí como material para los cursos de historia económica argentina, nunca pensé que tuviera actualidad.

CONTEXTO; Entrega N° 1.308; Setiembre 1, 2014.

DOLAR-TASA, CON EXPECTATIVAS CAMBIANTES

A mediados de agosto pasado el Banco Central redujo en un punto porcentual (de 26,8% a 25,8% anual), la tasa que abona por las Lebacs, y el precio del dólar aumentó en el segmento azul del mercado de cambios. La semana pasada aumentó la referida tasa, volviéndola al nivel anterior, y el precio del dólar, en el segmento azul del mercado de cambios, ¡volvió a aumentar!

¿Hay que tirar los libros a la basura? De ninguna manera, lo que hay que hacer es leer los libros que analizan la situación de manera correcta.

Lo cual implica preguntarse qué ocurrió con las expectativas, entre el momento de la baja y el de la suba de la tasa. Tanto el impacto de la "lectura" de la reducción de tasas, como el efecto de las otras cosas que ocurrieron durante el período en consideración.

Los libros que plantean la situación en forma correcta muestran un gráfico en cuyo eje horizontal se mide el precio del dólar, y en el vertical la tasa de interés. En tal gráfico aparece un conjunto de curvas, cada una de las cuales, para determinado nivel de expectativas, muestra la relación **inversa** que existe entre ambas variables.

Me explico. Dado cierto nivel de expectativas, el gobierno que quiere reducir la demanda de dólares aumenta la tasa de interés, es decir, lo que obtiene quien, en vez de comprar dólares y atesorarlos, los cambia por pesos y los invierte en un plazo fijo. Es claro, entonces, por qué la pendiente de la curva tiene pendiente negativa, y es lo que explica que cuando hace algunas semanas el Banco Central redujo la tasa, aumentó el precio del dólar.

Pero las expectativas suyas, las mías y las de mi tía Carlota, no son constantes sino que se ajustan en función de las noticias, tanto positivas como negativas.

Reducir la tasa de interés que el Banco Central paga por las Lebacs, en el actual contexto político y económico argentino, fue leído como una medida keynesiana burda. Junto a lo cual la pulseada con el juez Griesa, el tenor de la modificación a la ley de abastecimiento, etc., también deterioraron las expectativas.

Esto quiere decir que para cada precio del dólar del segmento azul del mercado de cambios, la tasa de interés que ahora evita "irse hacia el dólar" es superior a la anterior. En otros términos, la curva que corresponde a una situación de expectativas más deterioradas también tiene pendiente negativa, pero está por encima de la anterior.

Una forma alternativa de ver el problema es a través de un gráfico en cuyo eje horizontal se mide el tiempo, y en el vertical tanto el precio del dólar blue como la tasa de interés. En dicho gráfico el mantenimiento de las expectativas se observa cuando las 2 curvas van en sentido contrario (sube la tasa y baja el dólar, o viceversa); mientras que la mejora o el deterioro de las expectativas se observa cuando las 2 curvas se mueven en la misma dirección (tanto la tasa de interés como el dólar blue bajan o aumentan, respectivamente, a medida que pasa el tiempo).

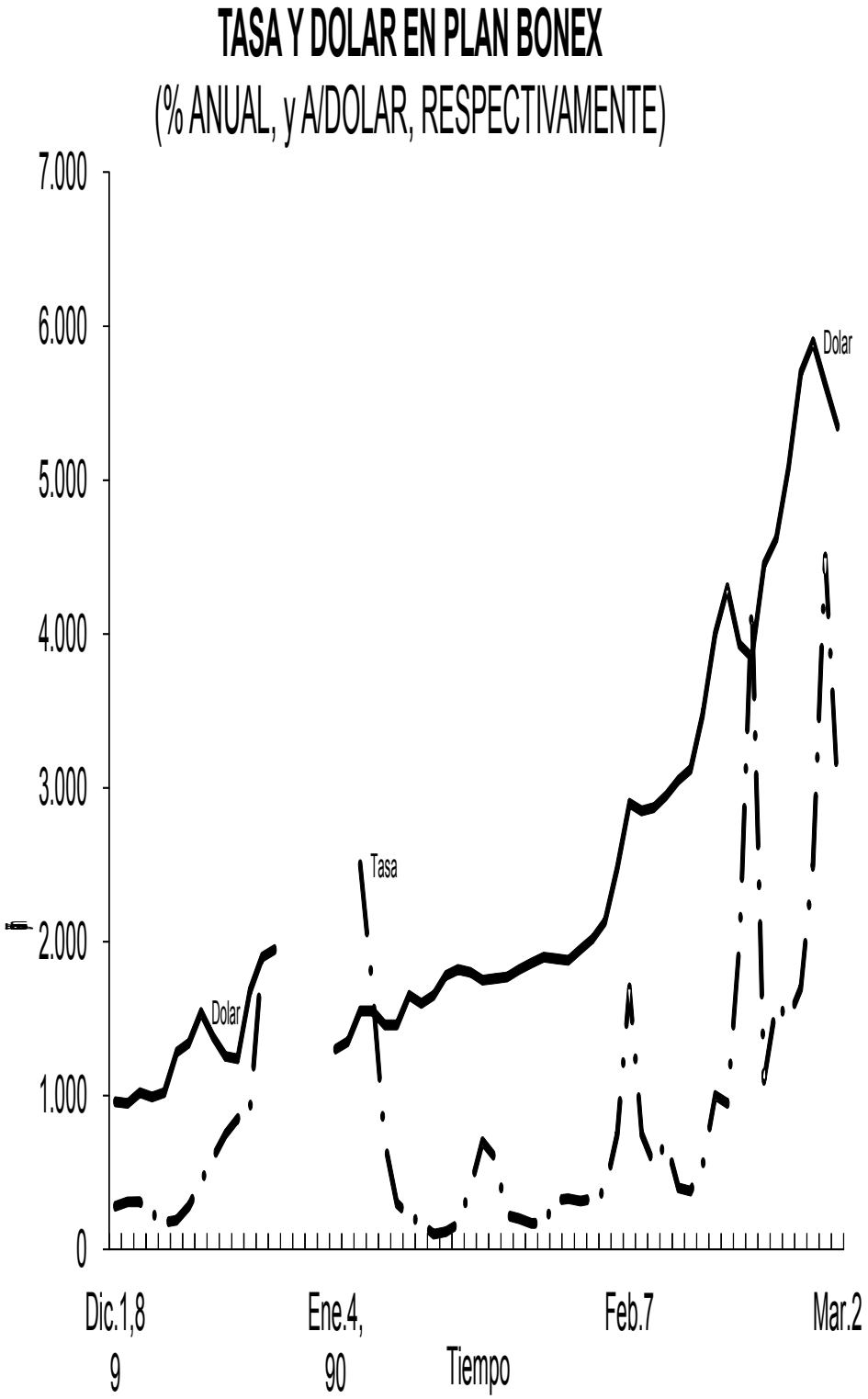
El gráfico que acompaña estas líneas ilustra lo que ocurrió en Argentina a fines de 1989 y comienzos de 1990. Es decir, antes, durante e inmediatamente después del denominado plan Bonex, cuando el gobierno transformó los plazos fijos en pesos, a 7 días, en bonos denominados en dólares, a 10 años.

La historia "terminó bien", pero "no empezó bien". En efecto, como recordarán los lectores que tienen algunos añitos, los 2 primeros meses de 1990 fueron desesperantes, tanto para las autoridades como para cada uno de nosotros. Hasta que ocurrió el milagro, el dictado del decreto 435/90, que mejoró notablemente las expectativas (Enrique Folcini, entonces presidente del Banco Central, algún tiempo después me dijo: "diseñamos un programa gradual y nos salió de shock").

En una palabra, no se trata de "tirar los libros" sino de consultar aquellos que analizan la situación prestándole atención a todos los aspectos relevantes. En Argentina 2014 un análisis que ignore la cuestión de las expectativas, así como la debilidad política producto de que el gobierno termina, y nadie le cree nada, es irrelevante.

No hagamos una teoría de cada número, no pretendamos pronosticar lo que va a ocurrir en los próximos minutos. Pero en un contexto de deterioro continuo de las expectativas las tendencias son claras.

¡Animo!


TASA Y DOLAR EN PLAN BONEX
(% ANUAL, y A/DOLAR, RESPECTIVAMENTE)
7.000
6.000
5.000
4.000
3.000
2.000
1.000
0
Dolar
Tasa
Dolar
Dic.1,89
Ene.4,90
Feb.7
Mar.2
Tiempo

CONTEXTO; Entrega N° 1.308; Setiembre 1, 2014.

CHOFERES URBANOS, ¿EMPLEADOS PUBLICOS?

El jueves pasado los colectivos urbanos (al menos en Capital Federal) no se plegaron al paro.

¿Qué llevó al sector a jugar el rol del "carnero"? Debe haber decenas de explicaciones complicadas. La más simple es que el servicio está fuertemente subsidiado, y que el Poder Ejecutivo Nacional puede "cerrar el grifo" de los subsidios.

Lo cual llevó a algunos analistas a afirmar que, en el sentido básico, los chóferes de los colectivos son empleados públicos.

Concuerdo con el diagnóstico, pero se me eriza la piel cuando algunos imaginan implicancias.

Concuerdo con el diagnóstico, porque buena parte (mucho más de la mitad) de los ingresos totales del sector, no provienen de lo que abonan los pasajeros sino del subsidio.

Se me eriza la piel cuando, en base a este hecho, alguno recomiendan "dar un paso más adelante", estatizando la prestación del servicio.

El subsidio adquirió, actualmente, proporciones grotescas. Pero si encima estatizamos el sector, los argentinos nos compraremos un problema adicional (recuerdo que, en Capital Federal, la privatización del servicio se hizo durante las presidencias de Arturo Frondizi y José María Guido, y el ministerio de Álvaro Carlos Alsogaray, a comienzos de la década de 1960, y milagrosamente viene funcionando desde entonces).

Lo que sí hay que hacer es mejorar la administración del subsidio. La utilización masiva de la tarjeta SUBE, por razones operativas y también de costo del viaje, posibilita financiar al pasajero, y no al viaje, como ocurre actualmente vía el subsidio al combustible. Esto, junto al mayor reconocimiento del aumento de los costos, acerca la prestación del servicio a la realidad.

Tenemos demasiados empleados públicos para que encima sumemos a los chóferes de los colectivos, a tan distinguido "club".

¡Animo!

CONTEXTO; Entrega N° 1.308; Setiembre 1, 2014.

¿TOMARA UD. CAFE EN LA CONFITERIA DEL MOLINO?

Esta es la pregunta que tiene que contestar cualquier entusiasta del proyecto de estatización del edificio donde funcionaba la Confitería del Molino. Según el referido proyecto, la explotación de la confitería sería dada en concesión.

Los economistas, una vez más, tenemos que jugar el rol de "malos de la película", para neutralizar el coro de nostálgicos que recuerdan cómo funcionaba la citada confitería... en otras épocas; como si todos los aspectos del pasado pudieran ser resucitados.

Preguntas elementales. ¿Se citaría usted con alguna otra persona, para tomar café con masitas, en la Confitería del Molino, no sabiendo dónde estacionar el auto? ¿Lo haría no sabiendo con cuántos manifestantes se va a encontrar al costado del Palacio del Congreso, lo cual en el mejor de los casos generará ruidos molestos, y en el peor imposibilidad de llegar hasta, o salir de, la confitería?

Error tipo I, error tipo II, hay que pensar que la explotación de la Confitería del Molino no va a ser viable. Pero esto significa, no solamente que los contribuyentes impositivos de la ciudad de Buenos Aires pondremos dinero para pagar la referida estatización, sino que todos los meses contribuiremos a subsidiar una actividad no viable.

Ojalá esté equivocado, pero mucho me temo que no.

¡Animo!

CONTEXTO; Entrega N° 1.308; Setiembre 1, 2014.

LIMPIAR LO QUE SE ENSUCIO. ¿TAREA DE QUIEN?

El análisis económico ratifica lo que el sentido común sospecha, a saber: que una buena asignación de recursos requiere, entre otras cosas, que el demandante de cada bien se haga cargo de los costos necesarios para producirlo.

Que se haga cargo de los costos en el caso de los bienes y también en el de los "males".

Me estaba acordando de esto cuando vi una foto en la cual jóvenes que habían "ilustrado" vagones del subte, con dibujos y otras yerbas, fueron obligados a limpiarlos. Como también ocurre con quienes pasean perros y, bolsita en mano, tienen que recoger los desechos que producen los caninos.

Pero no siempre es así. Los manifestantes que expresan sus puntos de vista, no solamente obstaculizando el tránsito sino también escribiendo con aerosol el frente de edificios públicos; como los delirantes que no tuvieron mejor idea, para festejar el subcampeonato de fútbol que Argentina obtuvo en 2014, que romper todo lo que quisieron en la zona del Obelisco, no se hacen cargo de los males que ocasionan.

¿Qué hacer, en el caso de las pintadas? La ciudad de Buenos Aires cuenta con un "ejército" de limpiadores (de columnas de alumbrado, frentes de edificios, etc.), que por supuesto pagamos todos los contribuyentes. Porque una ciudad como la nuestra "no se merece tener frentes de edificios público escritos".

Pero, lamentablemente, limpiar los frentes de los edificios públicos –en ausencia de la asunción de costos por parte de futuros manifestantes- es una invitación a volverlos a enchastrar.

Ergo, la propuesta que hace **Contexto** es que no se limpien los frentes de los edificios públicos escritos, sino que los dejen como están. Porque limpiarlos es puro costo, que no afrontan quienes los vuelven a deteriorar.

¡Animo!

CONTEXTO; Entrega N° 1.308; Setiembre 1, 2014.

¿ESTANCAMIENTO SECULAR, A PARTIR DE 2007?[1]

Coen Teulings y Richard Edward Baldwin acaban de editar un libro de ensayos[2] titulado Estancamiento secular: hechos, causas y curas (CEPR press, 2014). El cual, por la envergadura de su temática, merece colocarse al lado de los publicados por Edmund Strother Phelps en 2013 (ver **Contexto** 1.303, 28 de julio de 2014) y por Thomas Piketty en 2014 (ver **Contexto** 1.293, 19 de mayo de 2014).

Aviso para economistas "no tan jóvenes". Los autores de la obra en consideración actualizan el planteo realizado por Alvin Harvey Hansen en la conferencia presidencial que pronunció en la Asociación Americana de Economía en 1938, trabajo que yo no había leído. Pero al preparar mi libro de texto de macroeconomía (de Pablo, 1976; de Pablo, Leone y Martínez, 1991), tuve en cuenta a Patinkin (1948), quien modela el caso de "inconsistencia entre ahorro e inversión", entendiendo por tal aquella situación en la que, debido a las pobrísimas expectativas empresarias, el equilibrio del mercado de bienes requiere tasas de interés negativas, para alcanzar el nivel de pleno empleo de la mano de obra. Ignoro durante cuánto tiempo se enseñó macroeconomía de corto plazo utilizando el esquema IS-LM, pero enfatizo que la versión gráfica del caso de inconsistencia de ahorro e inversión se aplica al análisis planteado en Teulings y Baldwin, trasladado a un contexto de estancamiento secular.

A continuación, agrupadas por tópico, reproduzco las afirmaciones que me parecen más relevantes.

Definición. "El ahorro y la inversión correspondientes al nivel de ingreso de pleno empleo, se igualan a tasas de interés reales negativas" (Teulings y Baldwin).

[1] Agradezco los comentarios realizados por Fernando Navajas, a la versión preliminar.

[2] Escritos por el propio Baldwin, Olivier Blanchard, Ricardo Jorge Caballero, Nicholas Francis Robert Crafts, Gauti B. Eggertsson, Barry Eichengreen, Emmanuel Farhi, Davide Furceri, Edward Glaeser, Robert James Gordon, Juan Francisco Jimeno, Richard C. Koo, Paul Robin Krugman, Neil R. Mehrotra, Joel Mokyr, Andrea Pescatori, Frank Rafael Smets, Lawrence Henry Summers, Teulings, Guntram B. Wolff y Jonathan Yiangou.

Prudencia. “6 años después de comenzada la Crisis la recuperación es todavía anémica, a pesar de que las tasas de interés son cero. ¿Estamos inmersos en el `estancamiento secular´ (la expresión, acuñada por Summers, fue planteada en el Forum del FMI, en 2014)? Demasiado pronto para saberlo, pero si lo estamos, las actuales herramientas de política económica son obsoletas” (Teulings y Baldwin). “Es todavía prematuro decir si estamos en estancamiento secular, pero los riesgos son mucho mayores en Europa que en Estados Unidos, por consideraciones demográficas, menor crecimiento de la productividad, el peso de la consolidación fiscal y la fuerte insistencia del Banco Central Europeo en mantener baja la tasa de inflación” (Crafts). “No hay nada como una recesión para generar abatimiento entre los economistas” (Mokyr). “Los pesimistas, quienes durante siglos predijeron tasas decrecientes de invención e innovación, siempre se equivocaron... Pasa tiempo antes de que las economías se adapten a las nuevas tecnologías... El estancamiento secular es el test de Rorschach de los economistas. Significa cosas distintas para diferentes personas” (Eichengreen). “El estancamiento secular obliga a repensar de raíz la política macroeconómica” (Krugman).

1. DIAGNOSTICO

“La imagen publicada en The economist el 19 de julio de 2014 es apropiada. Estados Unidos es un jinete que monta una tortuga” (Gordon). “En la crisis de la década de 1930, como en el estancamiento de Japón desde 1990 y en la crisis actual, la clave está en el estallido de una burbuja de activos financiada con deuda, y por consiguiente la `recesión según los balances ´ (derivada del hecho de que los pasivos siguen estando en los libros, pero el valor de los activos colapsó) demora mucho en desaparecer... En la crisis el objetivo es minimizar la deuda, no maximizar las ganancias. Entendible a nivel individual, plantea una falacia de composición a nivel nacional” (Koo). “El sistema regulatorio y de supervisión existente en la Unión Monetaria Europea no fue bien desarrollado, concentró demasiado los riesgos y generó oportunidades para que rija el riesgo moral” (Wolff).

“La cuestión del estancamiento secular merece atención por 4 observaciones. Que la tasa nominal de interés no pueda ser negativa es más importante de lo que pensamos; las tasas reales de interés parecen tener tendencia decreciente; los `fundamentals´ se han movido de manera significativa a partir de 2007; y hasta las políticas no convencionales parecen tener problemas para enfrentar el estancamiento secular” (Krugman).

Tasa de interés real. “La declinación de la tasa de interés real de pleno empleo –en inglés, FERIR- (de 4% a 0% en el mundo, a partir de 1985; de 6% a 0% en Estados Unidos, a partir de 1961), junto a la baja tasa de inflación, pueden impedir que alguna vez se retorne al pleno empleo... Dicha reducción se explica por menor crecimiento poblacional, la caída del precio relativo de los bienes de capital (empresas como Apple y Google no demandan fondos sino que generan liquidez), el aumento de la desigualdad en la distribución del ingreso, el aumento de la fricción en la intermediación financiera, la inclinación de los Banco Centrales a acumular reservas, etc.” (Summers).

"La caída de la tasa se debe a 4 factores, 3 `wickselianos´ y el último subproducto de la política monetaria. Los primeros tienen que ver con la oferta y la demanda de fondos prestables, junto a la demanda relativa de activos de riesgo y libres de riesgo... A partir de la primera década del siglo XXI la tasa de ahorro de los países emergentes aumentó más de 10 puntos porcentuales, así como la demanda de activos libres de riesgo... Las reservas de los bancos centrales fueron invertidas en bonos gubernamentales, libres de riesgo" (Blanchard, Furceri y Pescatori).

"La caída secular de la tasa real de interés, verificada en las últimas 2 décadas, sugiere una escasez creciente de activos libres de riesgo (entendiendo por tales, aquellos que conservan su valor durante una crisis macroeconómica). Esto constituye un obstáculo estructural para la economía... Deriva de la sobreabundancia del ahorro, la adivinanza de [Alan] Greenspan de mitad de la década de 2000 y el contemporáneo desequilibrio global... La oferta mundial de activos libres de riesgo cayó de 37% del PBI mundial en 2007, a 18% en 2011, como consecuencia de la reclasificación de las hipotecas de Estados Unidos y la deuda de los países periféricos de Europa... La línea divisoria entre activos libres de riesgo y riesgosos, no es nítida" (Caballero y Farhi).

"La flexibilidad de salarios y precios exacerba el problema [porque promueve la deflación]" (Summers).

Relación jubilados/activos, ahorro de las familias. "En Europa la relación entre jubilados (más de 65 años) y activos (entre 20 y 64 años) pasa de 24,3% en 2000, a 35,4% en 2025 y a 57,5% en 2100. Esto inviabiliza a la mayoría de los sistemas de seguridad social... El aumento de la expectativa de vida, junto a la incertidumbre con respecto al futuro de los regímenes jubilatorios, aumenta la tasa de ahorro personal de manera significativa" (Jimeno, Smets y Yiangou). "Desde 2008, en prácticamente todos los países desarrollados, las familias se han convertido en ahorristas netos. Lo único que puede hacer el gobierno, para contrarrestar las fuerzas deflacionistas que genera el sector privado al pretender desendeudarse, es hacer lo contrario, es decir, pedir prestado y gastar los ahorros no demandados por el sector privado. En otros términos, el estímulo fiscal es absolutamente esencial" (Koo).

Oferta laboral. "Hasta fines de la década de 1960 la tasa de desempleo no mostraba tendencia (5% en las buenas épocas, 8% en las recesiones), pero desde la de 1970 tiene una tendencia irregular pero claramente positiva... Esto se debe a la interacción entre las instituciones y los shocks que sufre la demanda de trabajo. Ser desempleado es ahora menos doloroso que antes, aumentaron los incentivos para no trabajar" (Glaeser). "Casi toda la reducción de la tasa de desocupación ocurrida a partir de 2007 se debió a la caída de la tasa de participación [fuerza laboral/población], que entre 2004-2014 disminuyó 0,5% anual" (Gordon). "La destrucción permanente de puestos de trabajo difícilmente sea un fenómeno exclusivamente macroeconómico. Si bien el sistema de bienestar de Estados Unidos sigue siendo menos generoso que el europeo, es mucho más generoso que antes. Se requieren radicales reformas estructurales en la red de seguridad, para no desalentar la búsqueda de empleo" (Glaeser).

Cambio tecnológico. “No está declinando la velocidad con la cual se inventan cosas, pero antes las innovaciones beneficiaban a pocos, no a muchos... El modelo T de Ford posibilitó que millones de americanos comunes y corrientes pudieran tener su propio auto... En Google o Facebook trabajadores bien pagados mejoran constantemente un servicio que se le presta gratis a cientos de millones de usuarios pobres” (Glaeser). “Europa depende fuertemente del cambio tecnológico de Estados Unidos” (Crafts). “La tecnología no es nuestro enemigo, sino nuestra mejor esperanza... La relación entre ciencia y tecnología es de ida y vuelta. Gracias al telescopio la astronomía nunca volvió a ser lo que era. También fueron claves el barómetro, el motor a vapor y la pila... La digitalización genera la reinvención de la invención... Muchos bienes son costosos de diseñar, pero una vez que funcionan pueden ser copiados a costo ínfimo o nulo. Ergo, contribuyen poco al PBI medible, pero su impacto sobre el bienestar humano es muy grande” (Mokyr).

Endeudamiento. “Buena parte de la buena performance de la periferia europea hasta 2010 se financió con crédito inapropiadamente barato” (Summers). “Dada la relación deuda/PBI Grecia debería tener un superávit primario de 9% del PBI, Italia y Portugal de 6%, Irlanda y España de 3,5%” (Crafts).

Trampa de la seguridad. “Para entender el mecanismo de la trampa de la seguridad, conviene pensar en 2 clases de inversores: los neutrales (con respecto al riesgo) y los knigthianos (extremadamente adversos al riesgo). En equilibrio estos poseen los activos libres de riesgo, aquellos los riesgosos... Cuando una economía cae en una trampa de la seguridad, el PBI está determinado solamente por el mercado de los títulos libres de riesgo, y sólo puede ser estimulado por la emisión de tales títulos o la disminución de su demanda... La deuda pública libre de riesgos (como la moneda que cae del `helicóptero´) juega un rol central en un episodio de escasez de títulos libres de riesgo, porque los gobiernos tienen una porción desproporcionada de la capacidad para crearlos” (Caballero y Farhi).

2. PRONOSTICOS Y PROPUESTAS

“El PBI de Estados Unidos crecerá poco en los próximos 25-40 años, no por un problema tecnológico sino por 4 `vientos de cola´: demografía, educación, desigualdad y deuda pública” (Gordon). “Si durante la próxima década, o la siguiente, Estados Unidos experimenta estancamiento secular, será auto inflingido... La clave no está en aceptarlo, sino en adoptar medidas para evitarlo” (Eichengreen).

“Las democracias no están adecuadamente preparadas para hacer frente a este tipo de recesiones. Porque se basan en que las personas son responsables y autosuficientes, pero estos principios chocan contra la necesidad de aplicar estímulos fiscales... Como en la universidad no les explicaron lo que es una recesión según los balances, es difícil convencerlos de la necesidad de adoptar tal política... [A propósito de Roosevelt y Hitler], no hay nada peor que un dictador que persigue malos objetivos y aplica la política económica correcta, cuando las democracias que lo rodean están prisioneras de la ortodoxia y por consiguiente son incapaces de modificar sus políticas económicas” (Koo).

"Trampa de la timidez: si la población no cree que la tasa de inflación será mayor, no actuará en consecuencia... La prudencia puede ser una garantía para el fracaso" (Krugman). "Una actitud pasiva frente a una recesión como la que hoy experimenta el mundo, es inapropiada. El modelo sugiere de manera muy firme la adopción de intervenciones públicas agresivas, destinadas a aumentar la demanda agregada" (Eggertsson y Mehrotra). "Superada la crisis, durante cierto tiempo existirá el trauma de la deuda, una barrera psicológica para volver a endeudarse. Los americanos que tuvieron que cancelar deudas durante la Gran Crisis de la década de 1930 no volvieron a endeudarse durante el resto de sus vidas" (Koo).

"La solución está en aumentar la demanda, subiendo la inversión y reduciendo el ahorro" (Summers).

"Me resulta atractiva la idea de que Estados Unidos puede sufrir estancamiento secular si no le presta atención a las inversiones en infraestructura, educación y entrenamiento de la mano de obra" (Eichengreen). "Estados Unidos necesita realizar inversiones específicas en educación y entrenamiento laboral, y mejorar los incentivos para trabajar" (Glaeser).

"Mis recomendaciones de política económica incluyen el aumento de la edad de retiro, en función de la mayor expectativa de vida, fuerte aumento de las cuotas inmigratorias, legalizar las drogas, vaciar las cárceles de presos no violentos y aprender de Canadá a financiar la educación superior" (Gordon).

"El concepto clave es el de capacidad fiscal durante los futuros tiempos de angustia. ¿Cuánta deuda pública puede un gobierno creíble comprometerse a honrar si tuviera que enfrentar un importante shock macroeconómico en el futuro?" (Caballero y Farhi).

"Una tasa de inflación más alta no puede ser una cura permanente para el estancamiento secular. En vez de esto un programa de flexibilización cuantitativa especificado y más inversión pública puede ayudar en la Eurozona, en tanto que a nivel mundial el crecimiento poblacional de Asia y África generarán muchas oportunidades de inversión, si se integran a la economía mundial... Solucionar la trampa de la liquidez aumentando la tasa de inflación; ¿no implica curar el problema con el propio problema?.. Estoy en contra de modificar la meta de inflación de 2% anual del Banco Central Europeo. Porque minaría la confianza en una institución de reciente creación, y porque en las actuales circunstancias no generaría muchos resultados... La política fiscal tiene que jugar un rol más importante. Contrasta la reciente debilidad de la inversión pública en Europa, con respecto a Estados Unidos" (Wolff).

"Hay mucho por hacer para mejorar la eficiencia de la intermediación financiera en la Eurozona" (Jimeno, Smets y Yiangou).

. . .

Reflexiones finales.

Primera. Lo que preocupa a Estados Unidos y a la Eurozona tiene muy poco que ver con nuestra realidad. Estamos sufriendo una recesión cíclica, producto de la debilidad política típica de fin de período, la falta de credibilidad en el gobierno de turno, el agotamiento de la reactivación (con su secuela en el plano laboral), el aumento de la tasa de inflación, etc. Las cuestiones demográficas y su impacto sobre la tasa de ahorro no parecen relevantes en Argentina 2014.

Segunda. Ellos no están enfrentando un problema urgente, como en 2009 cuando había fuertes razones para actuar ya. Se pueden dar el lujo de seguir discutiendo el diagnóstico (nótese la prudencia con la que se preguntan si están en estancamiento secular o no), antes de pasar al plano de la acción.

Tercera. Nadie está a favor de "hacer la revolución" ni celebrar el "colapso del sistema". Como no lo estaba Hansen en 1938. Hay que acostumbrarse a entender cómo se escribe y se argumenta en el Primer Mundo. Como están de acuerdo sobre las cosas básicas, se pueden dar el lujo de sacarse los ojos por "los decimales". Ni Krugman cree que hay que tirar a la basura los libros de texto de macroeconomía, para empezar otra vez. Lo que hay que hacer es actualizar los diagnósticos, para actuar en consecuencia.

Nada más, pero también nada menos.

de Pablo, J. C. (1976): Macroeconomía, Amorrortu.

de Pablo, J. C.; Leone, A. M.; y Martínez, A. J. (1991): Macroeconomía, Fondo de cultura económica.

Hansen, A. H. (1939): "Economic progress and declining population growth", American economic review, 29, 1, marzo.

Patinkin, D. (1948): "Price flexibility and full employment", American economic review, 38, setiembre.

Phelps, E. S. (2013): Mass flourishing: how grassroots innovation created jobs, challenge and change, Princeton university press.

Piketty, T. (2014): Capital in the twenty first century, Harvard university press.

Teulings, C. y Baldwin, R., eds. (2014): Secular stagnation: facts, causes and cures, CEPR press.

ROBERT ARTHUR HAUGEN

(1942 - 2013)

Nació en Chicago, Illinois, Estados Unidos.

Estudió en la universidad de Illinois-Urbana Champaign.

Enseñó en las universidades de Wisconsin, Illinois y California.

Presidió la Haugen Custom Financial Systems.

¿Por qué los economistas nos acordamos de Haugen? Porque fue pionero en los estudios cuantitativos referidos a la inversión financiera y un crítico de la teoría de los mercados eficientes y del Capital Asset Pricing Model (CAPM). "Se rebeló contra el comportamiento de manada en el ámbito académico. Fue pionero en la investigación cuantitativa y en la inversión de baja volatilidad" (Burr, 2013). "Fue el niño terrible de la torre de marfil. Durante casi medio siglo sintió que era su misión decirles a los inversores que una de las principales creencias en materia financiera estaba equivocada. Que un portafolio integrado por activos de bajo riesgo generalmente genera mayores retornos que otro de mayor riesgo, no solamente en Estados Unidos sino también en el resto del mundo" (Burton, 2013).

"Con su ex profesor, A. James Heins, publicó una monografía titulada `A market containment theory of rent differentials in metropolitan areas´ (Quarterly journal of economics, 83, 4, noviembre de 1969), se convirtió en un clásico" (NN, 2013).

También con Heins, a fines de la década de 1960 y comienzos de la de 1970 descubrió que, contra lo que predecía la teoría, los stocks de bajo riesgo generaban mayores retornos a la inversión. Lo cual, según una designación extraoficial, lo convirtió en "el padre de la inversión de baja volatilidad". "En base a datos referidos al período 1926-1971, encontraron que tanto en el mercado de títulos como en de las acciones, la relación entre riesgo y rendimientos era negativa, en contra de lo que predecía la teoría. El hallazgo, que no fue bien recibido por la comunidad académica, fue publicado en 1975 en el Journal of financial and quantitative analysis" (NN, 2013).

Además inventó el Expected return factor model. "El Modelo tiene en cuenta la baja volatilidad, junto a otros 65 factores, para determinar los precios de las acciones" (Burr, 2013).

"Que los activos de baja volatilidad generan mayores rendimientos es una anomalía destacable. Destacable por su persistencia, y porque contradice el núcleo de la teoría financiera" (Burr, 2013). No sorprende, por consiguiente, que "sus ideas fueron ignoradas, tanto por Wall Street como por el ámbito académico" (Burton, 2013). "En una monografía escrita en colaboración con Nardin L. Baker, sostuvo que a quienes encuentran resultados que contradicen el paradigma dominante, la carrera profesional y el reconocimiento de los pares se les hacen más difícil. Estamos delante de una revolución en la teoría de las finanzas, esta vez liderada por quienes provienen de la práctica, más que de la academia" (Burr, 2013).

Publicó 15 libros sobre finanzas. Entre ellos, Moderna teoría de la inversión, publicado en 1986; La nueva finanza: critica a los mercados eficientes, publicado en 1995; Bestias en Wall Street, publicado en 1998; El mercado de valores ineficiente, que viera la luz en 1999; y La nueva finanza: sobrerreacción, complejidad y unicidad, publicado en 2003.

Burr, B. B. (2013): "Quant pioneer and low-volatility proponent Haugen dies", www.pionline.com, 1 de febrero.

Burton, J. (2013): "Remembering the father of low volatility investing", The Wall Street journal, 7 de enero.

NN (2013): "Bob Haugen obituary", www.lowvolatilitystocks.com

INDICADORES ECONOMICOS DE ARGENTINA

Fecha	Riesgo País EMBI+ (puntos básicos)	Tasas de Interés			Dólar				Acciones		Carne		Granos	Soja	Soja
		Encuesta BCRA		Call	Presente	refer.	futuro								
		Caja ahorro en $ (mensual, %)	P. fijo 7 a 59 d. en $ (mensual, %)	bancos tasa fija en $ (anual, %)	Libre ($ por us$)	BCRA ($ por us$) Com. A 3.500	Rofex* ($ por us$) a fin de mes	Rofex* ($ por us$) a fin de mes + 1	Indice Merval (Líder)	Indice Merval (Argentina)	($ por kilo)	(us$/ por kilo)	(us$/ quintal)	(us$ neto retenc. /tn)	(us$ en Chicago /tn)
Promedios															
2010	678	0,03	0,78	9,20	3,9342	3,9138	3,9250	3,9530	2.551,24	1.980,30	6,373	1,62	18,62	266,1	0,0
2011	682	0,02	0,92	10,20	4,1579	4,1308	4,1447	4,1778	3.099,12	2.567,22	8,359	2,01	21,61	318,5	0,0
2012	985	0,02	1,03	9,99	4,5665	4,5507	4,5740	4,6301	2.494,27	1.777,23	9,014	1,98	23,50	369,6	539,1
2013	1.067	0,02	1,22	12,58	5,4834	5,4820	5,5286	5,6479	3.985,54	2.919,54	9,925	1,81	29,28	338,0	515,6
Feb.14	970	0,02	1,89	14,73	7,8356	7,9906	8,1602	8,3637 #	5.886,12	4.633,26	14,706	1,87	24,31	352,5	496,8
Mar.14	880	0,02	1,94	19,82	7,9654	8,1195	8,3085	8,5022 #	5.912,65	4.764,20	14,958	1,88	24,32	336,3	523,1
Abr.14	788	0,02	1,96	15,39	8,0513	8,1945	8,3673	8,5514 #	6.529,90	5.307,42	15,176	1,89	24,15	310,5	548,0
May.14	800	0,02	1,87	17,09	8,0856	8,2476	8,4390	8,6441 #	7.130,83	5.809,55	15,209	1,89	24,68	319,6	547,9
Jun.14	763	0,02	1,79	21,72	8,2073	8,4060	8,6063	8,8160 #	7.815,78	6.439,39	15,578	1,91	23,73	309,7	527,7
Jul.14	652	0,02	1,74	15,80	8,2254	8,4263	8,6407	8,8511 #	8.357,10	7.006,42	16,526	2,02	21,81	298,0	467,6
2014															
Jul. 15	649	0,02	1,83	16,15	8,1700	8,1530	8,2040	8,4020	8.625,28	7.283,52	17,357	2,12	21,76	290,5	475,8
Jul. 16	644	0,02	1,64	18,99	8,1700	8,1530	8,1950	8,3890	8.548,47	7.200,38	17,243	2,11	21,89	294,8	436,3
Jul. 17	669	0,02	1,39	15,33	8,1700	8,1560	8,1940	8,3880	8.341,79	7.005,69	17,243	2,11	22,00	297,0	436,3
Jul. 18	646	0,02	1,84	14,07	8,1800	8,1580	8,1980	8,3900	8.661,75	7.311,53	16,634	2,03	22,01	298,0	432,4
Jul. 21	671	0,02	1,78	13,18	8,1800	8,1630	8,2000	8,3900	8.423,66	7.061,79	16,634	2,03	21,87	296,5	432,0
Jul. 22	667	0,02	1,78	12,82	8,1800	8,1640	8,2070	8,3990	8.332,29	6.942,82	16,545	2,02	21,97	300,8	435,1
Jul. 23	656	0,02	1,65	13,60	8,1800	8,1690	8,2080	8,4000	8.138,37	6.773,01	16,329	2,00	21,75	304,0	441,3
Jul. 24	630	0,02	1,75	11,81	8,1900	8,1730	8,2100	8,4010	8.232,63	6.873,94	16,329	1,99	21,82	305,2	443,7
Jul. 25	687	0,02	1,67	13,28	8,1900	8,1730	8,2100	8,4040	7.922,92	6.569,71	16,966	2,07	21,57	303,9	445,4
Jul. 28	707	0,02	1,75	12,72	8,2000	8,1840	8,2040	8,3960	7.844,56	6.447,43	16,966	2,07	21,52	307,5	454,4
Jul. 29	680	0,02	1,69	13,93	8,2100	8,1880	8,2040	8,4020	8.356,95	6.959,01	17,141	2,09	21,18	305,0	450,7
Jul. 30	560	0,02	1,70	12,33	8,2200	8,1980	8,2050	8,3970	8.937,62	7.565,08	16,917	2,06	20,92	303,0	448,5
Jul. 31	649	0,02	1,72	13,23	8,2300	8,2100	8,2102	8,4140	8.187,99	6.881,61	16,917	2,06	20,79	301,0	449,9
Ago. 1	701	0,02	1,73	18,35	8,2500	8,2240	8,4350	8,6540	8.326,92	6.990,66	17,040	2,07	20,48	294,5	446,4
Ago. 4	730	0,02	1,65	21,30	8,2800	8,2490	8,4350	8,6550	8.321,41	6.962,37	17,040	2,06	20,47	295,9	452,9
Ago. 5	724	0,02	1,71	21,02	8,2800	8,2660	8,4310	8,6520	8.063,39	6.681,16	16,661	2,01	20,35	293,5	449,3
Ago. 6	682	0,02	1,73	21,75	8,2800	8,2710	8,4190	8,6400	8.132,19	6.742,16	16,862	2,04	20,52	297,2	454,5
Ago. 7	696	0,02	1,74	24,11	8,2800	8,2730	8,3870	8,6050	8.241,75	6.885,34	16,862	2,04	20,57	297,7	459,3
Ago. 8	698	0,02	1,78	22,67	8,2900	8,2710	8,3800	8,5980	8.227,87	6.857,12	16,588	2,00	20,52	297,0	403,9
Ago. 11	694	0,02	1,66	23,52	8,2900	8,2740	8,3600	8,5800	8.212,56	6.793,54	16,588	2,00	20,67	299,0	472,1
Ago. 12	720	0,02	1,54	21,87	8,2900	8,2720	8,3450	8,5500	8.455,80	6.967,80	16,543	2,00	20,46	297,0	483,1
Ago. 13	744	0,02	1,74	21,16	8,2900	8,2730	8,3390	8,5380	8.525,49	7.031,92	17,466	2,11	20,30	295,0	474,0
Ago. 14	774	0,02	1,55	23,86	8,2900	8,2760	8,3380	8,5360	8.373,82	6.853,72	17,466	2,11	20,32	296,5	464,3
Ago. 15	801	0,02	1,41	26,88	8,2900	8,2760	8,3410	8,5430	8.670,14	7.087,60	16,945	2,04	20,15	297,0	405,1
Ago. 18	783	0,02	1,41	26,88	8,2900	8,2760	8,3410	8,5430	8.670,14	7.087,60	16,945	2,04	20,15	297,0	409,9
Ago. 19	764	0,02	1,77	26,92	8,3000	8,2850	8,3410	8,5470	8.843,78	7.215,19	18,406	2,22	19,87	295,0	411,6
Ago. 20	790	0,02	1,75	19,76	8,3300	8,2950	8,3900	8,6300	8.929,57	7.202,97	17,629	2,12	19,62	291,5	411,5
Ago. 21	813	0,02	1,76	12,04	8,4050	8,3530	8,4320	8,6320	9.013,03	7.255,04	17,629	2,10	19,45	290,0	411,5
Ago. 22	821	0,02	1,66	11,62	8,4400	8,4250	8,4600	8,6500	9.171,12	7.471,31	17,909	2,12	19,28	290,5	428,4
Ago. 25	820	0,02	1,64	11,18	8,4200	8,4130	8,4250	8,6350	9.382,22	7.596,58	17,909	2,13	18,81	285,0	413,4
Ago. 26	803	0,02	1,73	10,32	8,4200	8,4110	8,4060	8,6100	9.522,41	7.675,61	17,969	2,13	18,74	282,0	395,2
Ago. 27	806	0,02	1,66	10,66	8,4200	8,4080	8,4070	8,6050	9.812,22	7.873,00	17,742	2,11	18,72	282,5	399,0
Ago. 28	804	0,02	1,76	12,65	8,4200	8,4080	8,4060	8,6040	9.834,79	7.933,31	17,742	2,11	18,87	285,0	394,5

ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA Y PASIVOS MONETARIOS
(millones)

Fecha	Oro, divisas y colocaciones us$	Circulación monetaria	Cuenta corriente en $ en el BCRA	Base monetaria	Cuenta corriente en US$ en el BCRA	Letras y Notas del BCRA en $	Letras y Notas del BCRA en US$	Posición neta de pases	Pasivos financieros totales
		$	$	$	$	$	$	$	$
A fin de...									
2010	52.145	124.535	35.873	160.408	39.156	70.578	0	14.315	284.457
2011	46.376	173.056	49.866	222.922	24.636	66.347	0	13.094	326.999
2012	43.290	237.010	70.342	307.352	41.632	79.100	0	15.370	443.454
2013	30.599	289.208	87.988	377.196	71.335	95.268	0	5.345	549.144
Feb.14	27.546	270.174	74.645	344.819	70.159	135.673	4.284	10.788	565.723
Mar.14	27.007	266.195	82.834	349.029	66.380	128.470	5.844	29.382	579.105
Abr.14	28.220	267.782	84.381	352.163	58.215	154.209	7.166	13.881	585.634
May.14	28.542	266.719	82.209	348.928	59.435	162.315	7.605	22.312	600.595
Jun.14	29.278	286.194	84.417	370.611	62.970	163.282	7.263	20.020	624.145
Jul.14	28.997	297.702	92.195	389.897	61.036	180.849	6.876	9.968	648.626
2014									
Jul. 7	29.537	299.278	95.505	394.783	63.279	162.913	7.498	4.776	633.248
Jul. 8	29.545	299.404	96.320	395.724	62.970	162.913	7.495	6.157	635.259
Jul. 10	29.621	300.759	91.221	391.980	63.300	168.724	7.307	5.480	636.791
Jul. 11	29.632	300.502	89.824	390.326	63.355	168.724	7.311	7.060	636.776
Jul. 14	29.626	299.444	92.516	391.960	63.322	168.724	7.315	5.812	637.133
Jul. 15	29.633	297.528	94.116	391.644	63.503	168.724	7.318	5.369	636.558
Jul. 16	29.637	295.901	93.026	388.927	63.738	173.148	7.139	9.377	642.329
Jul. 17	29.672	294.863	86.441	381.304	63.686	173.148	7.139	11.965	637.242
Jul. 18	29.676	293.892	87.012	380.904	63.877	173.148	7.141	12.828	637.899
Jul. 21	29.692	293.596	87.513	381.109	60.167	173.148	7.143	13.109	634.677
Jul. 22	29.694	292.693	85.175	377.868	60.124	173.148	7.148	14.852	633.140
Jul. 23	29.700	291.826	88.868	380.694	60.293	177.655	6.735	9.672	635.049
Jul. 24	29.713	291.552	84.796	376.348	60.240	177.655	6.738	18.371	639.353
Jul. 25	29.704	291.651	80.786	372.437	60.259	177.655	6.742	22.722	639.815
Jul. 28	29.018	292.157	76.971	369.128	60.218	177.647	6.745	25.829	639.567
Jul. 29	29.018	292.939	77.557	370.496	60.253	177.647	6.751	24.846	639.993
Jul. 30	28.801	293.467	76.600	370.067	58.797	180.849	6.858	22.874	639.445
Jul. 31	29.003	295.394	76.295	371.689	60.963	180.849	6.866	21.295	641.662
Ago. 1	28.997	297.702	92.195	389.897	61.036	180.849	6.876	9.968	648.626
Ago. 4	28.893	300.254	89.187	389.441	61.136	180.849	6.888	9.701	648.015
Ago. 5	28.928	301.974	87.351	389.325	61.833	180.849	6.909	9.576	648.492
Ago. 6	28.932	303.831	83.297	387.128	61.534	181.939	6.976	10.724	648.301
Ago. 7	28.957	304.131	83.770	387.901	61.558	181.939	6.979	11.653	650.030
Ago. 8	28.962	305.128	84.539	389.667	61.241	181.939	6.981	9.975	649.803
Ago. 11	28.961	305.291	82.531	387.822	60.915	181.939	6.980	11.120	648.776
Ago. 12	28.962	304.348	88.384	392.732	60.788	181.939	6.982	7.062	649.503
Ago. 13	28.970	302.414	90.971	393.385	60.855	183.133	6.684	13.121	657.178
Ago. 14	28.971	301.229	90.677	391.906	60.883	183.133	6.685	13.780	656.387
Ago. 15	28.953	300.504	90.566	391.070	61.154	183.133	6.687	14.647	656.692
Ago. 19	28.952	299.875	94.472	394.347	61.566	183.133	6.690	10.692	656.429
Ago. 20	28.923	298.433	91.538	389.971	61.398	180.968	6.898	18.214	657.449
Ago. 21	28.859	297.216	99.537	396.753	61.827	180.968	6.907	16.294	662.749
Ago. 22	28.781	295.974	100.634	396.608	62.348	180.968	6.955	16.714	663.593

AGREGADOS MONETARIOS DEL SISTEMA FINANCIERO
(millones)

Fecha	Total Depósitos y Circulante	Total Depósitos en pesos y dólares x TC libre	Depósitos en pesos						Depósitos en dólares				Circulante en poder del público en pesos
			Cuenta corriente			Caja de ahorro	Plazo fijo	Otros		Caja de ahorro	Plazo fijo	Cta. Cte. y otros	
			Total	Privado	Público				Total				
Promedios													
2010	423.786	333.090	275.973	52.170	43.148	49.395	118.509	12.750	14.505	7.551	6.085	870	90.696
2011	572.853	448.780	384.771	69.202	61.791	66.694	171.864	15.220	15.407	7.616	6.790	1.002	124.073
2012	720.624	552.262	502.487	87.492	84.942	87.810	224.067	18.176	10.961	4.555	5.504	903	168.362
2013	924.900	703.971	657.906	109.187	113.691	119.656	292.349	23.023	8.429	3.172	4.372	885	220.929
Feb.14	1.047.895	803.294	733.819	120.252	125.160	131.828	330.367	26.212	8.843	3.552	4.140	1.150	244.601
Mar.14	1.054.817	814.120	747.543	121.661	124.430	132.824	341.454	27.173	8.373	3.120	4.135	1.119	240.697
Abr.14	1.076.165	836.626	770.272	125.490	132.520	133.379	350.617	28.266	8.293	3.042	4.196	1.055	239.539
May.14	1.089.958	849.871	782.045	130.377	139.593	133.042	350.374	28.660	8.413	3.116	4.271	1.027	240.087
Jun.14	1.117.374	867.815	797.733	134.628	149.398	147.685	336.796	29.226	8.616	3.351	4.259	1.006	249.559
Jul.14	1.147.449	881.143	811.124	134.393	148.226	163.948	334.786	29.771	8.559	3.314	4.197	1.049	266.306
2014													
Jul. 7	1.143.135	873.355	801.650	130.311	129.775	182.779	327.362	31.423	8.794	3.525	4.222	1.047	269.780
Jul. 8	1.143.107	872.806	801.182	127.809	136.586	177.883	326.432	32.472	8.785	3.496	4.192	1.097	270.301
Jul. 10	1.143.510	873.567	802.151	131.466	139.908	171.620	326.577	32.580	8.760	3.492	4.182	1.086	269.943
Jul. 11	1.144.100	873.921	802.299	130.779	142.504	166.300	329.218	33.498	8.782	3.493	4.204	1.085	270.179
Jul. 14	1.143.985	875.076	803.517	131.892	144.882	161.428	324.244	41.071	8.772	3.492	4.183	1.097	268.909
Jul. 15	1.147.890	881.170	809.639	133.574	152.342	160.564	328.188	34.971	8.763	3.489	4.167	1.107	266.720
Jul. 16	1.149.793	883.195	811.833	134.795	153.184	158.939	335.950	28.965	8.741	3.497	4.196	1.048	266.598
Jul. 17	1.144.472	877.844	806.394	135.168	144.307	157.042	341.725	28.152	8.747	3.497	4.193	1.057	266.628
Jul. 18	1.146.684	880.037	808.597	134.207	146.347	156.925	343.302	27.816	8.741	3.495	4.216	1.030	266.647
Jul. 21	1.145.051	878.107	810.141	135.731	148.926	153.058	343.051	29.375	8.312	3.047	4.197	1.068	266.944
Jul. 22	1.143.891	878.157	810.160	134.718	153.354	151.618	342.365	28.105	8.309	3.046	4.205	1.058	265.734
Jul. 23	1.147.021	881.481	813.788	135.293	157.962	151.030	341.952	27.551	8.267	3.047	4.179	1.041	265.540
Jul. 24	1.151.782	885.986	818.262	136.059	163.934	151.024	340.630	26.615	8.261	3.045	4.182	1.034	265.796
Jul. 25	1.152.732	886.365	818.557	135.284	163.556	151.371	342.030	26.316	8.259	3.045	4.184	1.030	266.367
Jul. 28	1.153.297	886.948	819.098	137.496	164.898	150.587	338.398	27.719	8.250	3.046	4.153	1.051	266.349
Jul. 29	1.154.959	889.335	821.411	138.860	161.918	152.256	340.961	27.416	8.234	3.018	4.177	1.039	265.624
Jul. 30	1.158.334	892.578	824.588	141.242	157.052	157.446	340.359	28.489	8.225	3.014	4.166	1.045	265.756
Jul. 31	1.160.352	893.387	825.081	139.846	147.564	169.299	340.012	28.360	8.259	3.057	4.169	1.033	266.965
Ago. 1	1.164.715	895.258	826.719	137.176	149.042	172.768	340.214	27.519	8.285	3.075	4.195	1.015	269.457
Ago. 4	1.160.694	888.859	820.439	138.394	145.073	169.153	337.708	30.111	8.272	3.073	4.167	1.032	271.835
Ago. 5	1.158.615	886.449	817.694	140.734	138.894	169.371	339.782	28.913	8.310	3.120	4.166	1.024	272.166
Ago. 6	1.159.624	885.454	816.939	136.654	134.739	176.951	340.153	28.442	8.283	3.096	4.172	1.015	274.170
Ago. 7	1.155.517	880.658	812.123	137.020	131.916	174.034	338.965	30.188	8.284	3.101	4.159	1.024	274.859
Ago. 8	1.156.479	880.404	812.175	134.453	134.518	170.616	342.969	29.619	8.244	3.081	4.178	985	276.075
Ago. 11	1.151.710	875.928	808.005	137.910	137.591	162.546	336.650	33.308	8.203	3.046	4.140	1.017	275.782
Ago. 12	1.154.314	880.834	813.050	138.289	142.080	158.793	341.466	32.422	8.182	3.041	4.156	985	273.480
Ago. 13	1.162.467	890.453	822.615	138.023	153.175	157.130	342.032	32.255	8.178	3.047	4.175	956	272.014
Ago. 14	1.163.996	892.555	824.411	139.098	154.696	155.380	346.497	28.740	8.158	3.046	4.188	924	271.441
Ago. 15	1.164.443	892.932	824.264	140.221	152.450	155.139	348.582	27.872	8.151	3.034	4.196	921	271.511
Ago. 19	1.162.361	892.387	823.270	143.004	149.921	152.175	347.916	30.254	8.216	3.099	4.160	957	269.974
Ago. 20	1.156.936	888.826	819.738	141.359	151.031	147.713	349.838	29.797	8.214	3.096	4.172	946	268.110
Ago. 21	1.167.659	899.915	830.921	143.408	157.095	148.385	352.960	29.073	8.206	3.095	4.180	931	267.744
Ago. 22	1.170.501	902.570	833.572	139.921	162.526	148.338	353.971	28.816	8.209	3.101	4.163	945	267.931

* A partir de CTX Nº 937, los depósitos en cuenta corriente ($ y US$) excluyen a las cuentas a la vista. Porque el BCRA ahora las incluye en la cuenta global: Otros depósitos.

INDICADORES ECONOMICOS MUNDIALES

Fecha	Tipos de cambio						Tasas de interés		Acciones			Oro (Nueva York, us$/onza)
	DEG	Libra	Euro	Yen	Yuan	Real	Prime (anual, %)	Libor	Nueva York Dow Jones	Nueva York Nasdaq	Tokio Nikkei	
	(us$ por unidad)			(unidades por us$)								
Promedios												
2010	1,5254	1,5455	1,3261	87,73	6,7687	1,761	3,25	0,52	10.667,00	2.349,52	10.020,51	1.227,27
2011	1,5779	1,6037	1,3922	79,70	6,4636	1,675	3,25	0,51	11.960,39	2.678,19	9.428,17	1.571,60
2012	1,5315	1,5850	1,2857	79,84	6,3098	1,955	3,25	0,68	12.960,47	2.963,15	9.107,98	1.668,90
2013	1,5196	1,5646	1,3281	97,68	6,1481	2,160	3,25	0,40	15.007,26	3.540,68	13.568,82	1.409,81
Feb.14	1,4772	1,6574	1,3668	102,14	6,0817	2,383	3,25	0,33	15.976,29	4.203,82	14.683,78	1.301,85
Mar.14	1,5475	1,6616	1,3825	102,36	6,1738	2,327	3,25	0,33	16.308,63	4.276,36	14.672,42	1.338,00
Abr.14	1,5482	1,4291	1,3792	102,65	6,2249	2,231	3,25	0,33	16.398,17	4.119,23	14.484,03	1.298,32
May.14	1,5470	1,6840	1,3730	101,83	6,2380	2,222	3,25	0,32	16.569,01	4.137,67	14.354,79	1.289,14
Jun.14	1,5411	1,6916	1,3601	102,06	6,2321	2,235	3,25	0,32	16.843,75	4.332,74	15.121,63	1.278,17
Jul.14	1,5415	1,7075	1,3533	101,78	6,1995	2,224	3,25	0,33	16.991,74	4.436,40	15.365,46	1.312,50
2014												
Jul. 15	1,5451	1,7137	1,3524	101,68	6,2085	2,224	3,25	0,33	17.060,68	4.416,39	15.395,16	1.307,12
Jul. 16	1,5416	1,7135	1,3527	101,67	6,2045	2,224	3,25	0,33	17.138,20	4.425,97	15.379,30	1.294,08
Jul. 17	1,5414	1,7100	1,3518	101,22	6,2043	2,259	3,25	0,33	16.976,81	4.363,45	15.215,71	1.295,00
Jul. 18	1,5411	1,7091	1,3530	101,37	6,2085	2,227	3,25	0,33	17.100,18	4.432,15	15.215,71	1.311,10
Jul. 21	1,5410	1,7076	1,3523	101,39	6,2098	2,221	3,25	0,33	17.051,73	4.424,70	15.215,71	1.311,10
Jul. 22	1,5389	1,7064	1,3466	101,48	6,2035	2,213	3,25	0,33	17.113,54	4.456,02	15.343,28	1.312,55
Jul. 23	1,5385	1,7038	1,3461	101,54	6,1994	2,219	3,25	0,33	17.086,63	4.473,70	15.328,56	1.306,43
Jul. 24	1,5379	1,6987	1,3463	101,82	6,1950	2,222	3,25	0,33	17.083,80	4.472,11	15.284,42	1.304,63
Jul. 25	1,5364	1,6975	1,3430	101,84	6,1920	2,230	3,25	0,33	16.960,57	4.449,56	15.457,87	1.293,73
Jul. 28	1,5358	1,6982	1,3438	101,86	6,1880	2,222	3,25	0,33	16.982,59	4.444,91	15.529,40	1.304,02
Jul. 29	1,5352	1,6943	1,3410	102,11	6,1810	2,231	3,25	0,33	16.912,11	4.442,70	15.618,07	1.299,01
Jul. 30	1,5332	1,6912	1,3396	102,83	6,1717	2,246	3,25	0,33	16.880,36	4.462,90	15.646,23	1.296,32
Jul. 31	1,5313	1,6886	1,3390	102,82	6,1743	2,264	3,25	0,33	16.563,30	4.369,77	15.620,77	1.282,55
Ago. 1	1,5311	1,6821	1,3427	102,61	6,1803	2,258	3,25	0,33	16.493,37	4.352,64	15.523,11	1.293,34
Ago. 4	1,5322	1,6863	1,3423	102,56	6,1790	2,258	3,25	0,33	16.569,28	4.383,89	15.474,50	1.293,34
Ago. 5	1,5316	1,6883	1,3374	102,61	6,1709	2,282	3,25	0,33	16.429,47	4.352,84	15.320,31	1.288,30
Ago. 6	1,5294	1,6855	1,3385	102,11	6,1635	2,273	3,25	0,33	16.443,34	4.355,05	15.159,79	1.288,83
Ago. 7	1,5313	1,6832	1,3362	102,10	6,1623	2,295	3,25	0,33	16.368,27	4.334,97	15.232,37	1.305,85
Ago. 8	1,5319	1,6773	1,3410	102,04	6,1567	2,283	3,25	0,33	16.553,93	4.370,90	14.778,37	1.312,62
Ago. 11	1,5313	1,6788	1,3385	102,19	6,1541	2,276	3,25	0,33	16.569,98	4.401,33	15.130,52	1.310,96
Ago. 12	1,5289	1,6812	1,3368	102,27	6,1585	2,277	3,25	0,33	16.560,54	4.389,25	15.161,31	1.308,55
Ago. 13	1,5286	1,6689	1,3364	102,43	6,1541	2,282	3,25	0,33	16.651,80	4.434,13	15.213,63	1.309,45
Ago. 14	1,5290	1,6683	1,3392	102,47	6,1530	2,267	3,25	0,33	16.713,58	4.453,00	15.314,57	1.313,80
Ago. 15	1,5291	1,6693	1,3401	102,60	6,1475	2,260	3,25	0,33	16.662,91	4.464,93	15.318,34	1.304,83
Ago. 18	1,5301	1,6728	1,3363	102,57	6,1435	2,257	3,25	0,33	16.838,74	4.508,31	15.322,60	1.298,43
Ago. 19	1,5273	1,6615	1,3320	102,91	6,1418	2,247	3,25	0,33	16.919,59	4.527,51	15.449,79	1.295,68
Ago. 20	1,5235	1,6594	1,3259	103,74	6,1405	2,262	3,25	0,33	16.979,13	4.526,48	15.454,45	1.291,92
Ago. 21	1,5216	1,6581	1,3282	103,83	6,1520	2,269	3,25	0,33	17.039,49	4.532,10	15.586,20	1.291,92
Ago. 22	1,5220	1,6572	1,3242	103,95	6,1520	2,278	3,25	0,33	17.001,22	4.538,55	15.539,19	1.276,80
Ago. 25	1,5188	1,6579	1,3193	104,04	6,1548	2,289	3,25	0,33	17.076,87	4.557,35	15.613,25	1.276,90
Ago. 26	1,5188	1,6542	1,3169	104,07	6,1529	2,262	3,25	0,33	17.106,70	4.570,64	15.521,22	1.276,90
Ago. 27	1,5181	1,6566	1,3176	103,90	6,1435	2,252	3,25	0,33	17.122,38	4.569,58	15.534,43	1.281,19
Ago. 28	1,5182	1,6589	1,3183	103,73	6,1433	2,242	3,25	0,33	17.079,57	4.557,70	15.459,86	1.282,60