

# SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA

Soluciones que complican  
NEWSLETTER DEL MES DE MAYO:

Mayo 20, 2011

## CONTENIDO

<b>SITUACIÓN ECONÓMICA .....</b>	<b>2</b>
<i>Producción y Consumo .....</i>	<i>2</i>
<i>Inflación y Salarios.....</i>	<i>2</i>
<i>Situación Fiscal .....</i>	<i>3</i>
<i>M&amp;A e inversiones más importantes .....</i>	<i>3</i>
<i>Sector Externo .....</i>	<i>3</i>
<i>Bolsa y Finanzas.....</i>	<i>4</i>
<i>Moneda .....</i>	<i>5</i>
<i>Confianza de los Agentes Económicos.....</i>	<i>5</i>
<i>Perspectivas de Corto Plazo.....</i>	<i>6</i>
<b>ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES .....</b>	<b>8</b>
<i>SINTESIS: La economía en transición.....</i>	<i>8</i>
<i>COMMODITIES y tasas de interés en un escenario cambiante .....</i>	<i>8</i>
<i>ARGENTINA: Gasto Público poco sustentable .....</i>	<i>11</i>
<b>SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION .....</b>	<b>15</b>
<b>CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR .....</b>	<b>16</b>

**SITUACIÓN ECONÓMICA**
**PRODUCCIÓN Y CONSUMO**

Según el IGA-OJF, en abril el PIB creció un 6,2% interanual, acumulando en el primer cuatrimestre una expansión del 7,2% anual. En lo que va del año puede observarse un significativo crecimiento económico, aunque comienza a manifestarse cierta desaceleración del mismo.

En lo que va del año, aquellos rubros donde se observa el mayor dinamismo resultan Intermediación Financiera y Comercio, los cuales acumulan un crecimiento de 10,9% anual. En relación al resultado del Agro en abril (mermó un 4% anual), cabe destacar la base de comparación elevada que constituye el correspondiente mes de 2010. Adicionalmente, la Industria Manufacturera (IPI-OJF), estuvo liderada por el buen desempeño de Alimentos, rubro que se expandió un 23,8% anual. Pese a esto, en el primer cuatrimestre del año el sector más dinámico resulta Maquinaria y Equipo, el cual arroja un crecimiento de 22,2% anual.

En el 2011 se espera que el crecimiento del producto se mantenga, aunque a una tasa menor. El sector más dinámico, a diferencia del año pasado, sería Servicios, donde la incertidumbre política y la presión inflacionaria alimentan sus diferentes actividades.

**INFLACIÓN Y SALARIOS**

Según nuestra estimación, los precios minoristas habrían aumentado un 1,9% en abril, en tanto que la inflación anual sería del 24,2%.

Durante abril, los rubros que evidenciaron mayores aumentos fueron: Educación (+5,1%), Indumentaria (+3%), Alimentos y Bebidas (+2,9%), Transporte y comunicaciones (+2,4%). Alimentos y Bebidas fue el que más aportó a la suba del mes (1,01), al igual que en los tres primeros del año. Luego, Transporte y Comunicaciones fue el segundo rubro con mayor incidencia (0,34), seguido por Educación (0,24) e Indumentaria (0,15).

El aumento evidenciado en Educación encuentra sus causas en la aprobación de nuevas subas en las cuotas de los colegios y en el incremento de los precios de los textos y útiles escolares, alcanzando una inflación del 25,7% en términos anuales. Por otro lado, mientras que el ascenso de los precios en el rubro Indumentaria responde a factores estacionales, el incremento en los precios del rubro Alimentos y Bebidas se debe principalmente a los aumentos registrados en las Bebidas e Infusiones para consumir en el hogar, las cuáles subieron un 5,4%. La inflación anual para este último rubro sería de 30,4%, mientras que aquella para Alimentos y Bebidas en general ascendería a 32%. En relación al alza de precios del 2,4% que se ha registrado en Transporte y Comunicaciones responde fundamentalmente a la liberación de los precios de la nafta y el gas oil. Así es que la inflación

**ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE ABRIL**
*Var. % mensual e incidencia*

	Estimador Inflación	
	var % mensual	Incidencia
Educación	5,1%	0,24
Indumentaria	3,0%	0,15
Alimentos y bebidas	2,9%	1,01
Transporte y comunicaciones	2,4%	0,34
Bienes Varios	1,8%	0,08
Equip. y Funcionamiento del Hogar	0,6%	0,04
Vivienda	0,6%	0,07
Esparcimiento	0,0%	0,00
Salud	0,0%	0,00
<b>Estimación inflación ABRIL</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,9</b>
<b>INFLACIÓN ANUAL</b>	<b>24,2%</b>	

Fuente: OJF &amp; Asociados

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)

mensual en el Funcionamiento y Mantenimiento de vehículos fue del 5,5% y en términos anuales la suba registrada fue del 31%.

Finalmente, en el mes de abril se registró una aceleración de la inflación en términos anuales. Tal como habíamos mencionado anteriormente, la variación anual de los precios pasó de una tasa del 23,5% en marzo a otra del 24,2% en el mes en abril. Adicionalmente, luego de este rebote, se espera que continúe acelerándose la inflación anual en los meses que están por venir.

### SITUACIÓN FISCAL

Los ingresos del sector público en el mes de abril totalizaron \$ 32.351 M, evidenciando una variación anual del 32%. Los fondos provenientes de la Seguridad Social se incrementaron en un 38,1% anual, mientras que los ingresos tributarios lo hicieron en un 30% y representan más del 60% del total de los ingresos. Éstos recursos son los derivados de la recaudación impositiva luego de la distribución por coparticipación.

Por su parte, los gastos alcanzaron \$ 32.763 M, registrando un incremento anual el 28,5%. Las erogaciones en concepto de subsidios fueron las que más crecieron (+42%), seguidas por las Prestaciones a la Seguridad Social (+40,6%) y los Salarios (+35%). De esta manera, no solo cada vez son mayores las transferencias destinadas a mantener las tarifas de los servicios públicos congeladas y los recursos destinados a la Seguridad Social (por la ley de movilidad jubilatoria) y al pago de sueldos (que ajustan por inflación), sino que dichos rubros representan el 70% del gasto total y se caracterizan por su inflexibilidad a la baja. Esta dinámica es preocupante y genera cierta incertidumbre en cuanto a la sostenibilidad fiscal del asunto.

Finalmente, el resultado primario en abril fue superavitario en \$ 1.972,9 M. Sin embargo, al contabilizar el pago de intereses por \$ 2.384,7 M, el resultado fiscal arroja un déficit de \$ 411,8 M. Adicionalmente, a pesar de que el resultado primario en el acumulado del año es de \$ 6.819 M, se registra un déficit financiero de \$ 760 M en el mismo período.

### M&A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

El Grupo Petersen compró otro 10% de YPF elevando su participación a 25,46%. La operación es de US\$ 1.304 M y sería financiada por los bancos Credit Suisse, Itaú, City y Standarbank por una cifra cercana a los US\$ 700 M, y el resto por un préstamo de Repsol.

Ashmore Energy International (AEI) vendió el 42,727% de las acciones de Emgasud a Alejandro Ivanisovich y a la sociedad Fides por US\$ 50 M.

Merrill Lynch acordó la venta de 16,4% de Hidroneuquén (la dueña de Hidroeléctrica Piedra del Águila) a Central Puerto en US\$ 24 M. Piedra del Águila y Central Puerto están controladas por los Miguens Bemberg.

Embotelladora Andina planea inversiones por US\$ 250 M y será utilizado para su consolidación en el negocio de jugos en el país.

Telecom invertirá \$ 10.000 M en los próximos tres años en el área de red de acceso fija.

### SECTOR EXTERNO

El superávit de saldo comercial acumula US\$ 1.788 M en los primeros tres meses del año, mientras que el resultado de marzo fue de US\$ 667 M. De acuerdo con esto, el mismo estaría contrayéndose (mermó un 10% interanual en el primer trimestre) aunque a una menor velocidad, como consecuencia de las crecientes limitantes al comercio exterior por parte del gobierno para evitar el egreso de divisas.

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)

Las exportaciones alcanzaron los US\$ 17.104 M en lo que va del año, un 31% mayor al valor de las mismas en el primer trimestre del año pasado. En marzo, la expansión de las ventas al exterior fue de 35%, vinculada principalmente a la evolución de Productos Primarios (+66%). Mientras que el agro en su conjunto arrojó un crecimiento de 30% anual, las Manufacturas de Origen Industrial avanzaron un 18% anual.

Respecto a las importaciones, si bien estarían desacelerándose, en el primer trimestre del año alcanzaron los US\$ 15.316 M, un 38% mayor al mismo período de 2010. Por su parte, las compras al exterior de Combustibles se están acelerando (+153% en marzo). Esto está vinculado

tanto a la merma en la producción doméstica, conflictos gremiales que afectan la distribución y al incremento en la demanda que está creciendo.

### COMERCIO EXTERIOR. GRANDES RUBROS

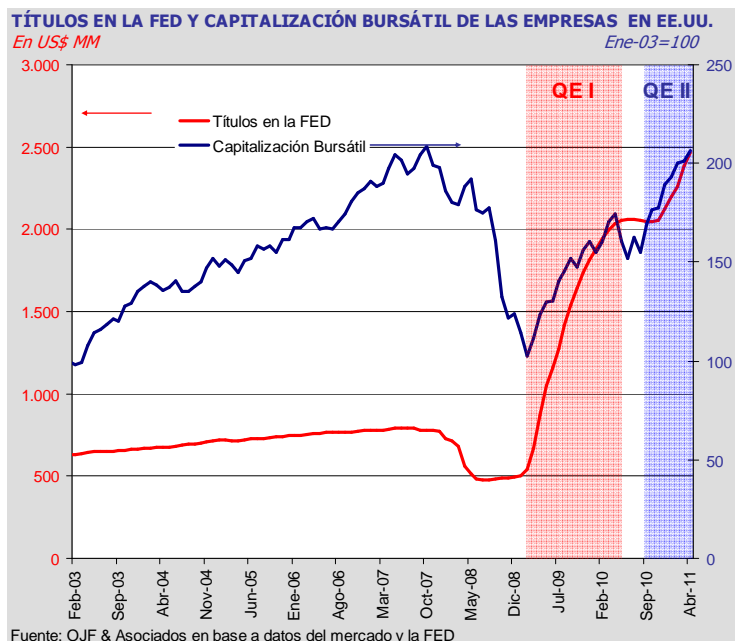
Millones de dólares y variación porcentual

	Marzo			Enero-Marzo		
	2010	2011	V%A	2010	2011	V%A
<b>Exportaciones</b>	<b>4.679</b>	<b>6.305</b>	<b>35%</b>	<b>13.044</b>	<b>17.104</b>	<b>31%</b>
Primarios	920	1.578	72%	2.264	3.749	66%
MOA	1.206	2.083	73%	4.026	5.836	45%
MOI	1.922	2.047	7%	4.957	5.870	18%
Combustibles	630	598	-5%	1.797	1.649	-8%
<b>Importaciones</b>	<b>4.403</b>	<b>5.638</b>	<b>28%</b>	<b>11.067</b>	<b>15.316</b>	<b>38%</b>
Bs.Capital	994	1.122	13%	2.451	3.171	29%
Pzas.Capital	851	1.074	26%	2.070	2.883	39%
Bs.Intern.	1.422	1.731	22%	3.643	4.839	33%
Combustibles	243	606	149%	534	1.353	153%
Bs.Consumo	529	637	20%	1.410	1.773	26%
Automotores	347	453	31%	919	1.261	37%
Resto	16	17	6%	40	36	-10%
<b>Saldo</b>	<b>276</b>	<b>667</b>	<b>142%</b>	<b>1.977</b>	<b>1.788</b>	<b>-10%</b>

Fuente: OJF & Asociados en base a INDEC

### BOLSA Y FINANZAS

Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal de EE.UU., ha indicado que existe una alta probabilidad de que a partir de junio no se continúe con el proceso de hiper liquidez, conocido como Quantitative Easing (QE). Como podemos observar, la hiper liquidez, o lo que es lo mismo, las tasas de interés a niveles bajísimos (TNA del 0,25%), ocasionó un significativo traspaso del dólar hacia activos con mayor rentabilidad, en este caso acciones, bonos, commodities, etc. Así, la capitalización bursátil de las principales empresas de EE.UU. se duplicó desde comienzos de dicha política, la cual implicó la inyección de US\$ 1,4 *trillions* durante 2 años (el QE I fue la absorción de Junk Bonds y el QE II fue la recompra de bonos propios). De esta forma, las empresas tuvieron un desempeño notable, obteniendo ganancias entre un 30% y un 40% superiores a los anteriores años (Principalmente las ligadas a consumo y tecnología, lo que es razonable ante



## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)

la mayor cantidad de dinero en manos de los agentes).

No obstante, la recuperación del 3% del PIB desde comienzos de 2010 sigue siendo bastante pobre, teniendo en cuenta que la actividad económica se redujo en casi un 8% según el Coincident Economic Activity Index for the United States que publica la FED, y considerando que EE.UU. generalmente sube la tasa de interés cuando la recuperación es cercana al 3%, por “encima” del nivel previo a la crisis. En este contexto, un posible aumento de tasas podría ahondar en un mayor déficit comercial, agravar la carga de la deuda federal y de los estados y ocasionar un mayor costo a las empresas, cuyo nivel de captación de empleo esta lejos de poder llegar a los 7 millones de personas que han quedado fuera del sistema desde la crisis de 2008.

### MONEDA

En lo que va del año, los agregados monetarios tuvieron una aceleración respecto de sus variaciones en 2010. La base monetaria (dinero en circulación más encajes en bancos) aumentó un 40% anual en abril debido principalmente a la compra de divisas por parte del BCRA (US\$ 929 M o \$ 3.769 M) y al aumento de los créditos netos al sector financiero (\$ 3.744 M). Esta última acción difiere de lo acontecido en el mes de marzo, cuando el BCRA había esterilizado más de \$ 10.000 M a través de pases, redescuentos y títulos.

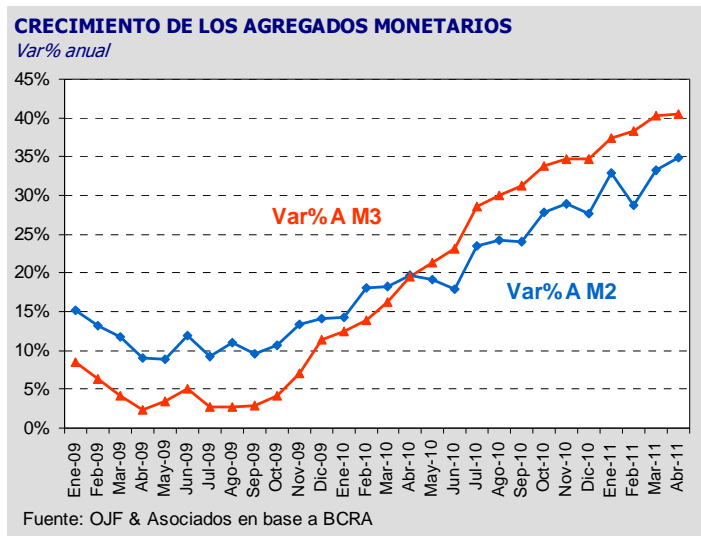
En tanto, los medios de pago englobados en el M2 (circulante más depósitos a la vista) avanzaron un 35% anual, motivados por la emisión primaria y la expansión de los depósitos en cuenta corriente y cajas de ahorro del sector privado (38% anual). Dicho agregado monetario registró un valor promedio \$ 268.977 M durante abril, avanzando un 1,8% anual. A pesar de ello, los valores se adecuan a las metas del Programa Monetario, por lo que aun hay margen para que la masa de dinero alcance \$ 335.000 M (banda máxima) hacia fin de año.

Por último, el agregado más amplio en pesos (M3) u oferta monetaria total (M2 más plazos fijos) creció a una tasa del 40% anual en línea con colaciones privadas que aumentaron un 35% anual y depósitos públicos que se duplicaron en un año (crecieron 109%). Sin embargo, cabe señalar que casi el 50% de estos los fondos a plazo en pesos son a menos de 60 días y que el 88% tiene una maturity menor a 180 días.

### CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

Las expectativas inflacionarias en mayo, según el relevamiento de la Universidad Torcuato Di Tella, se ubicaron en un 29,5% para el promedio nacional, 0,8 pp. inferior a las de abril. En el interior del país se observa el resultado más elevado, donde en promedio las expectativas de inflación alcanzaron los 30,7 pp. Tanto en Capital Federal como en el Gran Buenos Aires, las mismas se redujeron en la variación mensual y se ubicaron en 27,7% y 29,4% respectivamente.

Con respecto a la confianza de los consumidores, según la misma universidad, la visión de la situación macroeconómica a nivel nacional se contrajo 3,67 pp. en abril, mientras que dicha medición el Capital



## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)

---

Federal resultó en un incremento de 0,42 pp. En relación a la confianza en el gobierno, en marzo el aumento de 11% mensual, explicado principalmente por el incremento de 18,3% mensual de la concepción de Interés General.

### **PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO**

El escenario internacional continúa siendo muy positivo para los países emergentes, debido a la fuerte liquidez y a los altos precios de los commodities. Sin embargo, hoy la economía mundial podría comenzar a atravesar una etapa de transición hacia un escenario de tasas de interés en alza. El Banco Central Europeo ha decidido subir las tasas de interés de referencia a 1,25% en abril y podría continuar haciendo pequeños ajustes adicionales hasta fin de año. Por su parte, el Banco de Inglaterra podría seguir por el mismo camino durante este año. En el caso de EE.UU. por ahora la Fed solo se limitaría a terminar con su Quantitative Easing II en junio, que es la forma en que esta entidad entregaba liquidez al mercado comprando títulos de deuda da EE.UU. Con lo cual, existe el riesgo de que con el fin de esta política también se recuperen los rendimientos de los bonos del Tesoro Americano.

Para Argentina el escenario internacional resulta más bien favorable, por los altos precios de los commodities y la fuerte liquidez. Sin embargo, también se prevé un escenario político volátil, con aceleración de la inflación y desaceleración de la actividad económica.

**SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)**
**PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS**

VARIABLE	Unidad de Medida	Ultimo Dato		Variaciones <sup>1</sup>		
		Mes	Nivel	Mensual	Anual	Acumulada
<b>Producción y Empleo</b>						
Indice General de Actividad (IGA OJF)	1993=100	Abr 11	176,6	1,2% <sup>2</sup>	6,2%	7,2%
Indice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	Abr 11	188,2	2,3% <sup>2</sup>	8,9%	8,7%
Indice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	Mar 11	156,8	2,5% <sup>2</sup>	12,0%	14,5%
Indicador Sintético de la Construcción (ISAC)	1993=100	Mar 11	178,9	6,3% <sup>2</sup>	5,0%	10,7%
Ventas Reales en Supermercados	\$ M	Mar 11	2.083,9	9,8%	14,1%	31,7%
Ventas Reales en Centros de Compra	\$ M	Mar 11	324,9	0,2% <sup>2</sup>	-1,1%	7,2%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	IV 10	7,4	-0,1 <sup>9</sup>	-1,0	
<b>Precios</b>						
Indice de Precios al Consumidor	1999=100	Abr 11	268	0,8%	9,7%	3,2%
Indice de Precios Mayoristas (IPIM)	1993=100	Abr 11	466	0,9%	12,7%	4,0%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) <sup>4</sup>	\$ / US\$	Abr 11	4,09	0,7%	5,1%	2,2%
Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted *	1980/90=100	Mar 11	294	1,3%	5,5%	3,6%
<b>Situación Fiscal</b>						
Recaudación Tributaria	\$ M	Abr 11	39.738	6,1%	31,9%	34,5%
Gasto de Capital <sup>7</sup>	\$ M	Mar 11	3.856	892	699	2.000
Gasto Primario <sup>7</sup>	\$ M	Mar 11	30.091	2.938	7.306	20.758
Resultado Primario	\$ M	Mar 11	1.298	-145	74	1.375
Pago de Intereses	\$ M	Mar 11	2.611	2.045	189	654
Resultado Financiero	\$ M	Mar 11	-1.313	-2.190	-115	721
<b>Sector Externo</b>						
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	Mar 11	6.305	16,6%	38,2%	31,1%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	Mar 11	5.638	17,5%	28,0%	38,4%
Saldo Comercial	US\$ M	Mar 11	667	59	511	-189
<b>Moneda y Bancos</b>						
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 6 May	51.897	3,7%	10,9%	6,5% <sup>3</sup>
Base Monetaria <sup>5</sup>	\$ M	Al 6 May	169.195	5,4%	32,1%	9,6% <sup>3</sup>
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 6 May	263.938	5,7%	33,3%	29,7% <sup>3</sup>
Depósitos Privados	\$ M	Al 6 May	286.983	1,6%	24,9%	12,3%
Préstamos al Sector Privado no Financiero <sup>6</sup>	\$ M	Al 6 May	208.084	1,6%	43,7%	8,2% <sup>3</sup>
Tasa Prime 1a línea \$ - 30 días TNA	%	Al 17 May	15,52	0,62	7,34	0,20 <sup>3</sup>
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 17 May	11,16	8,93	172,94	2,96 <sup>3</sup>
<b>Bolsa y Finanzas</b>						
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos Básicos	Al 19 May	576	21	-231	6
Merval en dólares	Puntos	Al 19 May	829	-0,8%	47,3%	14,5%
Merval en pesos	Puntos	Al 19 May	3.386	-0,6%	53,6%	17,3%
<b>Índices de Confianza</b>						
Confianza del Consumidor (Universidad Di Tella) <sup>8</sup>	Indice	Mid Abr11	54,4	-5,2%	25,2%	
Confianza del Consumidor (Fundación Mercado)	%	Mid Abr11	28,1%	0,3%	2,2%	

\* Ajustado por principales precios de exportación e importación

1: Las variaciones que no son porcentuales son absolutas

2: Variación desestacionalizada

3: Variación versus diciembre 2009

4: minorista casas de cambio (venta)

5: Circulación Monetaria+encajes en \$

6: Promedio mensual (préstamos en pesos + préstamos en dólares)

7: Excluye Transferencias a las Provincias

8: Relevamiento Total País

9: Variación respecto al trimestre anterior

Fuente: CENTRO DE ESTUDIOS ECONOMICOS - Orlando J Ferreres & Asociados

**Convenciones:** M: millones m: miles var%A (anual): respecto a igual período del año anterior var%M (mensual): respecto al mes anterior var%T (trimestral): respecto al trimestre anterior var%Ac (acumulada): acumulado del período respecto al acumulado equivalente del año anterior



## ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES

**SINTESIS: LA ECONOMÍA EN TRANSICION**

*La economía mundial está en una etapa de transición. Si bien el escenario mundial continúa siendo positivo debido a los altos precios de commodities y las bajas tasas de interés. Sin embargo, esto podría comenzar a cambiar lentamente. En efecto, el aumento en los commodities, la debilidad del dólar y de otras monedas está generando presiones inflacionarias a nivel mundial, que sumado a las dificultades fiscales que enfrentan estos gobiernos podría provocar una baja en el precio de los bonos y un alza en las tasas de interés de largo plazo. Las tasas de corto plazo también tienden a experimentar un alza, pero a un ritmo más suave. De moverse la economía mundial hacia un contexto de tasas en alza, la demanda de commodities podría desacelerarse. Con lo cual es posible que los precios de las commodities hoy se encuentren más cerca del techo que de un nuevo proceso de subas.*

*Por otra parte, en Argentina el fuerte aumento del gasto público, le está restando margen de maniobra a la economía. La fuerte expansión de las erogaciones del sector público consolidado (Nación + Provincias + Municipios + Gastos extrapresupuestarios + fondos fiduciarios) han deteriorado notablemente las cuentas fiscales a pesar de que la presión tributaria es la más alta de la historia, los precios de los commodities y la producción agrícola están en sus máximos y que los ingresos no tributarios también han sido altos gracias a cierta contabilidad creativa.*

**COMMODITIES Y TASAS DE INTERES EN UN ESCENARIO CAMBIANTE**

El escenario internacional continúa siendo muy positivo para los países emergentes, debido a la fuerte liquidez y a los altos precios de los commodities. Sin embargo, hoy la economía mundial podría comenzar a atravesar una etapa de transición hacia un escenario de tasas de interés en alza. El aumento en los commodities, la debilidad del dólar y de otras monedas de países desarrollados está generando presiones inflacionarias a nivel mundial, que sumado a las dificultades fiscales que enfrentan estos gobiernos podría provocar una baja en el precio de los bonos y un alza en las tasas de interés de largo plazo. Las tasas de corto plazo también experimentarían un alza, pero a un ritmo menor. De moverse la economía mundial hacia un contexto de tasas en alza, la demanda de commodities podría desacelerarse. Con lo cual es posible que en el futuro los precios de los commodities hoy se encuentran más cerca del techo que de un nuevo rally alcista.

*Tasas de interés: Comienza el proceso de subas*

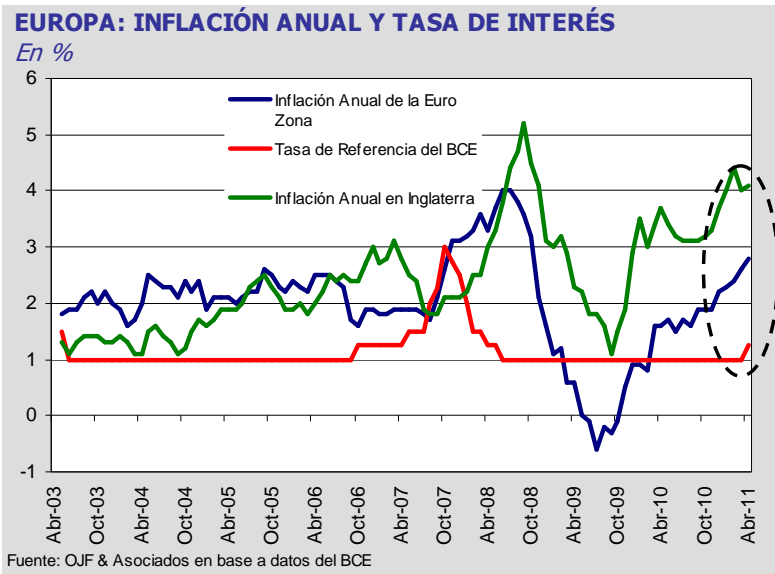
Si bien existe cierta relación entre las tasas de interés de corto y largo plazo, lo cierto es que no es raro que se muevan en direcciones diferentes. Hoy en día, se están acumulando presiones que podrían llevar a un alza en las tasas de largo plazo debido a su vinculación con las cuestiones fiscales y a las expectativas inflacionarias. Las tasas de corto plazo que están vinculadas a las políticas monetarias también pueden subir, pero debido a que dependen fuertemente de las decisiones de los Bancos Centrales, es de esperarse que muestre un alza muy suave.

El Banco Central Europeo ha decidido subir las tasas de interés de referencia a 1,25% en abril y podría continuar haciendo pequeños ajustes adicionales hasta fin de año. Por su parte, el Banco de Inglaterra podría seguir por el mismo camino durante este año. En el caso de EE.UU. por ahora la Fed, solo se limitaría a terminar con su Quantitative Easing II en junio, que es la forma en que esta entidad entregaba liquidez al mercado comprando títulos de deuda de EE.UU. Con lo cual existe el riesgo de que con el fin de esta política también se recuperen los rendimientos de los bonos del Tesoro Americano.

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)

El alza en las tasas de corto plazo no puede ser demasiado veloz porque las economías europeas continúan mostrándose frágiles. Este año el promedio del déficit fiscal será cercano al 6% en Europa, y algunos países como Grecia, Inglaterra e Irlanda promediarán un déficit mayor al 10% del PIB. El desempleo también continúa alto (ronda el 10% de la PEA), por lo que los recortes presupuestarios llevados a cabo para tratar de reducir el gasto público están ocasionando a varios episodios de tensión social. En este contexto la suba de tasas podría complicar estos procesos.

Sin embargo, también es cierto que la inflación ha empezado a afectar a Europa y que los crecientes déficits fiscales pueden terminar empujando al alza las tasas de interés de largo plazo. En efecto, el aumento en los precios internacionales de commodities como el petróleo, el trigo, el maíz está generando mayores presiones inflacionarias. Esto podría traducirse en una mayor inflación esperada que impulse los rendimientos de los bonos soberanos de mayor *maturity*. Adicionalmente, los altos déficits fiscales y la creciente deuda pública que presentan los países desarrollados pueden consolidar el alza en las tasas de interés de largo plazo, antes de que los bancos centrales modifiquen las tasas de referencia de corto plazo.



De hecho, los países que sufren mayores complicaciones en Europa como Portugal, España, Irlanda ya muestran elevados rendimientos. Por otra parte, la calificadora de S&P redujo el Outlook a negativo de la calificación de deuda del Tesoro Americano que hoy ya es AAA-. Lo cual debería golpear los precios de estos activos, tarde o temprano.

La inflación de la Eurozona en promedio se acerca al 3%, casi 1 pp por encima del *target* de este año. En el Reino Unido, la inflación ya duplica la meta para 2011 (4% frente a un 2%). Debido a esta tendencia alcista en los precios el BCE inició un proceso de suba en las tasa de interés de referencia en 25 *basis points*. Esta entidad tiene como único objetivo preservar el valor de la moneda y por eso es tal vez la primera que inició el proceso de suba de tasas. Sin embargo, la lenta recuperación de la mayor parte de los países, y el temor de caer en otro episodio recesivo, no le dejan mucho margen al BCE. Un alza demasiado grande o veloz podría dañar el actual proceso de recuperación.

El Banco de Inglaterra a diferencia del BCE no tiene uno sino dos objetivos, aunque los dos revisten diferentes grados de importancia. El principal es cuidar la estabilidad monetaria y el secundario es sostener las políticas gubernamentales tendientes a cumplir los objetivos de crecimiento económico y nivel de empleo. En este contexto de creciente inflación pero bajo crecimiento, el Banco de Inglaterra dio a entender que podría subir las tasas durante el transcurso del año. El 11 de mayo pasado el Gobernador de esta entidad Mervyn King dijo que la inflación "*permanece incómodamente elevada*", al tiempo que en su informe de inflación indicó que los datos de empleo "*sugieren que la actividad económica subyacente puede ser más fuerte de lo que indican los datos oficiales de producción*". Por ello, la mayoría de los analistas de mercado esperan que el Banco de Inglaterra suba las tasas antes de fin de año. Esto provocó un salto en el precio de la libra de 1,635 a 1,645 en pocos segundos tras las declaraciones de King. Sin embargo, declaraciones posteriores de otros miembros del banco pusieron

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)

pañños fríos a esta cuestión. Lo cierto es que Gran Bretaña vive la misma situación que sus vecinos: inflación con bajo crecimiento. Con lo cual es posible que haya una suba de tasas pero que se haga con cautela.

En el caso de la FED, por ahora podría no haber suba de tasas, aunque el programa de Quantitative Easing II terminaría en junio y no se renovaría. Este programa se refiere a la compra de bonos del tesoro por parte de la FED para aumentar la liquidez del mercado. Hasta marzo la FED ha comprado US\$ 556 mil millones de títulos de acuerdo a lo que se desprende del Federal Reserve System Monthly Report. Con lo cual, el programa ya está completo en un 92%. Este programa significa una demanda constante de bonos americanos que no existiría en el segundo semestre, lo cual podría hacer bajar los precios de estos activos e impulsar las tasas de largo plazo.

### Impacto de las tasas sobre los commodities

Siendo que el dólar es la unidad de cuenta 60% de las transacciones mundiales de activos, las commodities suben cuando el dólar está barato y viceversa. Sin embargo, no sólo EE.UU. tiene hoy una política monetaria laxa, sino que todos los países desarrollados atraviesan el mismo contexto. Por ello, en un proceso de suba de tasas, que refuerce el valor de las monedas, las commodities podrían verse afectadas negativamente

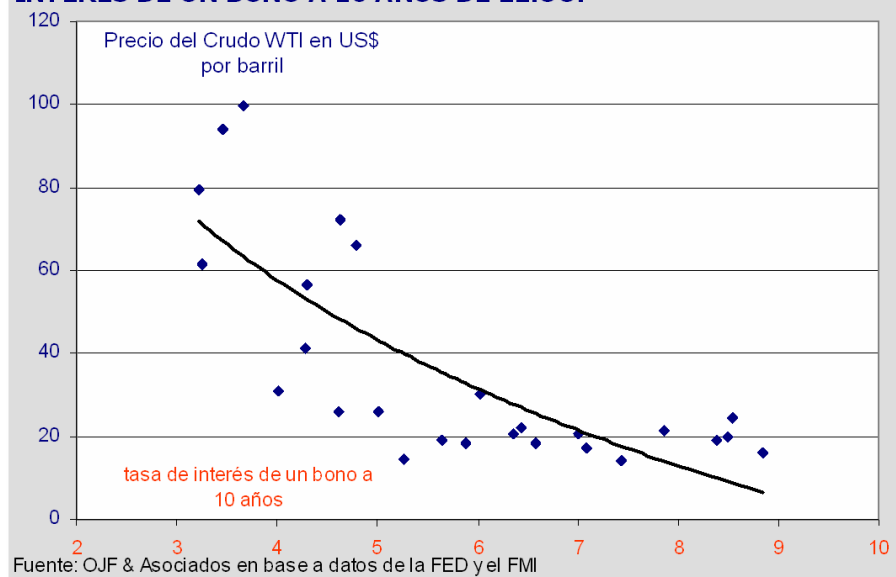
Esto no implica que el ajuste sea instantáneo, sino que la tendencia será a un reajuste de los precios hacia una posible baja de las commodities. De ser así, el efecto sobre las economías dependientes de dichas exportaciones podrían verse afectadas negativamente.

En efecto, las tasas de interés que se utilizan para descontar los flujos generados por activos financieros, suelen estar atadas a los títulos públicos de largo plazo. De la misma manera, el aumento en las tasas tiende a golpear el precio de los commodities porque eleva el costo del endeudamiento y reduce los incentivos a invertir y a consumir.

Como consecuencia, la demanda de energía y metales, principalmente, tiende a reducirse y luego siguen los commodities agrícolas, aunque su vinculación es más indirecta.

Como se ve en el gráfico tiende a ver una relación negativa entre el precio de petróleo y las tasas de interés de largo plazo. Aunque la tasa no es el único factor relevante para la determinación de los precios de commodities es importante. Así, por lo general en un ambiente de bajas tasas los precios de los commodities tienden a ser altos, en un ambiente de tasas altas los precios tienden a ser bajos. Si bien puede haber precios bajos de commodities en etapas de tasas bajas, es difícil que haya tasas altas y precios altos, porque en esas condiciones los mercados tenderían a arbitrar los altos precios de los commodities con los altos rendimientos (más seguros) de los bonos soberanos de países desarrollados.

### RELACIÓN ENTRE EL PRECIO DEL PETRÓLEO WTI Y LA TASA DE INTERÉS DE UN BONO A 10 AÑOS DE EE.UU.



## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)

En principio, es posible que la economía mundial haya entrado en una etapa de transición en que todavía las tasas de interés (cortas y largas) son bajas y que los precios de los commodities se mantienen elevados. Este contexto todavía se mantendría a lo largo del año, pero empiezan a verse señales de aumento en las tasas de interés. Con lo cual, es difícil pensar que los precios de los commodities continuarán subiendo y es posible que hoy se encuentren en un techo que será difícil de atravesar de forma sustentable (más allá de los vaivenes del mercado).

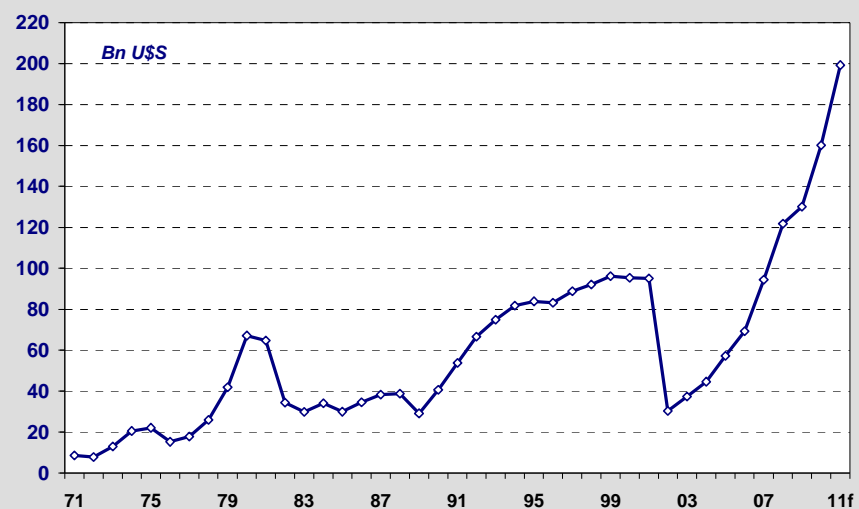
### ARGENTINA: GASTO PÚBLICO POCO SUSTENTABLE

El gasto público consolidado en Argentina probablemente alcance un nuevo récord histórico este año. En efecto, si se suma el gasto de la Nación al de las Provincias, los Municipios, los fondos fiduciarios y se hacen las correspondientes correcciones por los gastos extrapresupuestarios en el 2010 el gasto habría alcanzado los US\$ 160 mil millones y podría llegar a US\$ 200 mil millones en 2011. Para poner las cosas en perspectiva, hay que tener en cuenta que entre 1980 y 2007 el gasto público fluctuó entre 30% y 36% del PIB. En los últimos 3 años el gasto público se disparó pasando del 36% del PIB en 2007 a 43,2% en 2009 y estimamos 50% en 2011. Esto genera un creciente problema de financiamiento que presiona aún más sobre la inflación.

La aceleración en el crecimiento del gasto público provocó un deterioro continuo del resultado fiscal a partir del 2008, con un financiamiento cada vez más inflacionario. De hecho, en 2009 se registró un déficit fiscal en la Nación de \$7.000 millones por primera vez desde 2002, que en parte se financió monetizando los DEGs que transfirió el FMI. En 2010, el Gobierno Nacional parecería haber recuperado el superávit, pero sólo fue en apariencia. El año pasado el BCRA

#### Gasto del Sector Público Consolidado

Incluye Nación, Provincias, Municipalidades, Fondos Fiduciarios y pago cupón PBI



Fuente: OJF en base a MECON y estimaciones propias

transfirió al Tesoro en concepto de ganancias de 2009 \$20.000 millones. Sin embargo, no se trató de una ganancia realizada sino que fue producto de la revaluación de las reservas y de los títulos públicos. Dado que esta ganancia fue meramente contable, el BCRA debió emitir el dinero para poder transferirlo al Tesoro. Así, esta operación sirvió para ocultar un déficit fiscal de \$17.000 millones al tiempo que el Estado logró financiamiento inflacionario del BCRA. Algo similar sucedió al monetizar los US\$ 6.000 millones de reservas internacionales que generaron la salida de Redrado a comienzos del año pasado. Estas operaciones, significaron una emisión demasiado grande para el Programa Monetario de 2010 y por ello, debió modificarse.

Todo indica que este año se continuará el mismo camino, con la diferencia que los desequilibrios fiscales son cada vez mayores y también la necesidad de recurrir al BCRA para financiarse. Lo único que puede cambiar es la contabilización del financiamiento del BCRA. Por lo pronto, para el 2011 se utilizarían más las reservas y menos las ganancias de esta entidad.

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)

En 2011, se volverán a la utilizar las ganancias contables del BCRA, como excusa para financiar al fisco, aunque en un monto menor, porque las ganancias de esta entidad durante el año pasado estarían en torno a los \$ 9.000 millones. Por un lado porque el alza en los bonos durante el 2010 fue algo menor (39% en promedio), mientras que el dólar subió muy poco como para que genere un efecto grande sobre el resultado. Adicionalmente, el BCRA debió aumentar en más de \$ 34 MM el stock de Lebacs y Nobacs para esterilizar la gran cantidad de pesos que se incorporaron a la economía, lo cual también se traducirá en un incremento en los pagos de interés por parte del banco.

Adicionalmente, en el proyecto de Presupuesto enviado al Congreso (que finalmente no fue aprobado), el gobierno estimaba que usaría US\$ 7.500 M de las reservas. De hecho, a finales de marzo se pagaron US\$ 1.550 M correspondientes a vencimientos de Bonar V con reservas del BCRA. Más allá de las discusiones sobre si este tipo de herramientas son las apropiadas para cubrir los saldos fiscales, es importante notar que más del 54% del financiamiento para el 2011 tiende a provocar inflación debido a los fuertes requerimientos de emisión monetaria.

El resultado primario, que debería representar la primera medida de solidez financiera del Estado, es cada vez menor, muy atrás quedó el 3% del PIB de superávit que pregonaban Lavagna primero, Kirchner después y que duró hasta el 2008. En 2010, el superávit primario fue de 1,8% del PIB gracias a las mencionadas transferencias de utilidades. Si no se contabilizara esa operación el superávit primario habría sido prácticamente cero, a pesar del fuerte incremento de la recaudación.

Ésta viene creciendo por encima del 30% anual todos los meses. A modo ilustrativo se presenta en el siguiente cuadro la recaudación total de 2010 y cuánto hubiera sido si no hubiese habido incremento en los precios. En 2010, sin inflación, la recaudación hubiese alcanzado los \$ 343.428 M en lugar de los \$ 410.853 M que registró la AFIP. El cálculo proviene de deflactar los tributos atados al avance de los precios, o que dependen de variables que están sujetas a la dinámica inflacionaria. En el caso de los tributos relacionados al comercio exterior, se les quitó el efecto de la devaluación del tipo de cambio.

De esta forma, se obtiene que la inflación le aportó al Estado recursos por \$ 67.424 M. Para tener una idea de la dimensión de la financiación a través de este mecanismo, basta con señalar que representa una vez y media lo que se hubiera recaudado en concepto de

### RECAUDACIÓN

en millones de pesos

2010

	SIN INFLACIÓN	IMP. INFLACIONARIO	RECAUDACIÓN TOTAL
	a \$ de 2009		a \$ de 2010
<b>Recaudación Total</b>	<b>343.311</b>	<b>67.541</b>	<b>410.853</b>
<b>Ganancias</b>	62.593	14.058	76.652
<b>IVA Neto</b>	92.545	20.785	113.330
<b>ITF (Imp. al Cheque)</b>	21.954	4.931	26.885
<b>Retenciones</b>	43.429	2.118	45.547
<b>Seguridad Social</b>	81.722	18.355	100.076

Fuente: OJF & Asociados

retenciones sin devaluación, es tres veces la recaudación del impuesto al cheque, y equivale a recaudar otro impuesto a las ganancias en un contexto sin inflación.

Para el 2011 esperamos un comportamiento similar de estas variables, la recaudación crecerá por encima del 30% anual, empujada por aquellos impuestos vinculados al aumento de precios y al consumo, dejando al Estado este año también recursos excedentes que podrían superar los \$ 100.000 M.

---

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)

---

Luego de analizar estas condiciones, se entiende por qué el gobierno no está combatiendo tan activamente la inflación. En un período de debilidad de las finanzas públicas y particularmente en un año electoral en el que se espera una fuerte expansión del gasto, la inflación está siendo la herramienta de financiación por excelencia.

## **AUTORIDADES**

### **Presidente**

Orlando J. Ferreres

### **Vicepresidente**

Francisco Gismondi

### **Vocales**

Ludovico A. Videla

Raúl Sanguinetti

Daniel Montamat

Néstor Arcuri

Carlos Mendive

Sebastián Marcilese

## **EQUIPO DE TRABAJO**

### **Directora de Investigaciones**

Marta N. Barros

### **Investigadores**

Milagros Gismondi

Luciana Carcione

Matías Gentini

### **Asistente Estadístico**

Alejandro Canosa

Reconquista 458, 8º piso - (1358) Buenos Aires - Argentina

Tel: (5411) 4394-3993 - Fax: (5411) 4393-3004

E-Mail: [nys@ojf.com](mailto:nys@ojf.com)

[www.fundacionnorteysur.org.ar](http://www.fundacionnorteysur.org.ar)

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)

### SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION

### SPONSORS PLATINO



### SPONSORS ORO



**PETROBRAS**

BANCO COMAFI 

GRIMOLDI



**ROGGIO**



### SPONSORS PLATA





CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR

**NyS N° 001**

Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires: Programa. Julio 1995

**NyS N° 002**

Asignaciones Familiares. 1996

**NyS N° 003**

China Continental: Perspectivas. 1997

**NyS N° 004**

Sector Público Argentino: Gasto, Endeudamiento, Intereses y Gastos Reservados. Enero 1998

**NyS N° 005**

PRESUPUESTO NACIONAL: De La Formalidad Legislativa A La Realidad Fiscal. Marzo 1998

**NyS N° 006**

PRESUPUESTO NACIONAL: Administración Financiera: Control, Excepciones y Nivel del Gasto. Abril 1998

**NyS N° 007**

PRESTAMOS EXTERNOS: El Costo De Pedirlos y No Utilizarlos. Mayo 1998.

**NyS N° 008**

Finanzas Públicas Provinciales y la Relación Nación - Provincias: Soluciones Parciales o un Acuerdo Integral. Julio 1998.

**NyS N° 009**

Presupuesto 1999: Hipótesis alternativas de crecimiento económico. Septiembre 1998

**NyS N° 010**

PRESUPUESTO NACIONAL: Evaluación de gestión: ¿Un instrumento eficiente? Octubre 1998

**NyS N° 011**

PRESUPUESTO NACIONAL: Las partidas presupuestarias de la política comercial externa (I). Diciembre 1998

**NyS N° 012**

PRESUPUESTO NACIONAL: Las partidas presupuestarias de la política comercial externa (II). Febrero 1999

**NyS N° 013**

PRESUPUESTO NACIONAL: Fines, Medios y Resultados. Abril 1999

**NyS N° 014**

El Programa de Asignaciones Familiares y la necesidad de su modernización. Septiembre 1999.

**NyS N° 015**

Relaciones Laborales en el Sector Público Argentino. Octubre 1999.

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)

---

### **NyS Nº 016**

Presupuesto Nacional para el año 2000: Estimaciones de Recursos y Reducción de Gastos. Noviembre 1999.

### **NyS Nº 017**

Provincias: los desequilibrios fiscales y la necesidad de un nuevo acuerdo. Diciembre 1999

### **NyS Nº 018**

La urgencia del momento: medidas concretas para superar la crisis. Mayo 2000

### **NyS Nº 019**

Presupuesto Consolidado: Distribución Federal de Gastos y Recursos Públicos. Julio 2000

### **NyS Nº 020**

Un sistema impositivo duradero para argentina. Febrero 2001

### **NyS Nº 021**

Argentina: Facturación por Sector Económico. Informe Metodológico. Mayo 2001

### **NyS Nº 022**

SUECIA: La reducción del Gasto Público y la salida de la crisis 92-94. Agosto 2001

### **NyS Nº 023**

Distribución del ingreso en la última década. Noviembre 2001

### **NyS Nº 024**

ARGENTINA: Visión de País y Diagnóstico. Febrero 2002

### **NyS Nº 025**

Subsidio por Desempleo y Fomento del Empleo. Noviembre 2002

### **NyS Nº 026**

Escenarios de Renegociación de la Deuda Externa Argentina. Noviembre 2002

### **NyS Nº 027**

Políticas de Estado para el desarrollo económico-social. Julio 2003

### **NyS Nº 028**

La política económica del Mercosur. Julio 2003

### **NyS Nº 029**

Distribución del ingreso. Agosto 2004

### **Dos Siglos de Economía Argentina 1810 – 2004 – Historia Argentina en Cifras**

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Diciembre 2005

### **NyS Nº 030**

Políticas de Estado para el desarrollo económico-social. Junio 2007

---

**SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/05/2011)**

---

**NyS Nº 031 a 48**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Junio 2007 – Junio 2009

**NyS Nº 049**

Impuestos “sustentables” para la economía argentina. Julio 2009

**NyS Nº 050**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Julio 2009

**NyS Nº 051**

Correspondencia Fiscal y Desequilibrios en Argentina. Agosto 2009

**NyS Nº 052 a 62**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Agosto 2009 a Agosto 2010

**NyS Nº 063**

Sistema Jubilatorio y 82% móvil. Septiembre 2010

**NyS Nº 064**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Septiembre 2010

**NyS Nº 065**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Octubre 2010

**NyS Nº 066**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Asoman los próximos cambios. Noviembre 2010

**Dos Siglos de Economía Argentina 1810 – 2010 – Edición Bicentenario**

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Diciembre 2010

**NyS Nº 067**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Una mirada al futuro. Diciembre 2010

**NyS Nº 068**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Soluciones que complican. Marzo 2011

**NyS Nº 069**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Soluciones que complican. Abril 2011