

Publicación NyS N° 041

f u n d a c i ó n  
**NORTE**Y**SUR**

---

**SINTESIS DE LA  
ECONOMIA ARGENTINA  
NEWSLETTER DEL MES DE JULIO**

**Julio 23, 2008**

---

**CONTENIDO**

**SITUACIÓN ECONÓMICA .....2**

*Producción y Consumo .....2*

*Inflación y Salarios .....2*

*Situación Fiscal.....2*

*M & A e inversiones más importantes.....3*

*Sector Externo.....3*

*Bolsa y Finanzas .....3*

*Moneda.....3*

*Confianza de los agentes económicos .....4*

*Perspectivas de corto plazo.....4*

**ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES .....6**

**Los desafíos que aun enfrenta la economía argentina .....6**

*Actividad Económica: Desaceleración en 2008.....6*

*Inflación: Una mala noticia y una buena.....7*

*Algunas dudas en materia fiscal .....8*

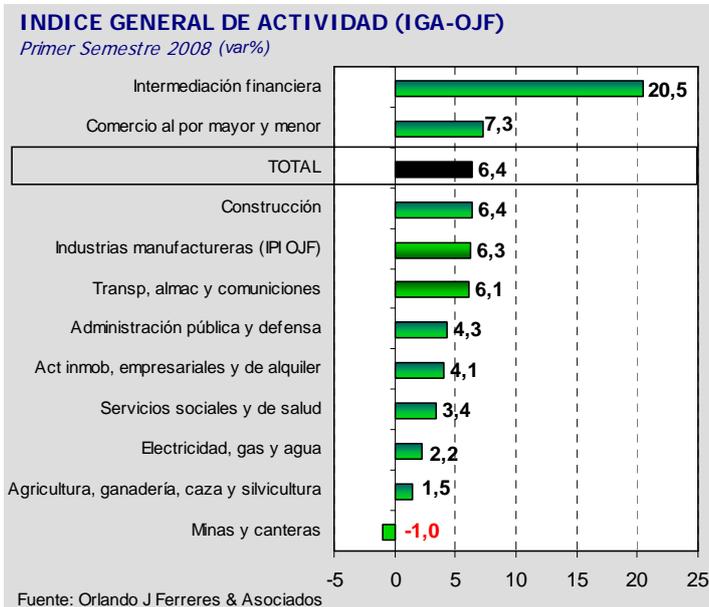
**CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR .....11**

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

Según el IGA-OJF en el primer semestre el crecimiento económico fue de 6,4% anual, compuesto por una suba de 6,9% en el primer trimestre y de 5,8% en el segundo.

Intermediación Financiera es el sector que lidera el crecimiento. En el primer semestre se expandió un 20,5% anual. Los ingresos por intereses de las entidades crecieron en los últimos meses por la suba de las tasas de interés del sistema.

Por otra parte, el Comercio en el primer semestre se expandió por encima del promedio de la economía (7,3% vs 6,4%), mientras que la Industria Manufacturera creció un 6,3% en el período.


**INFLACIÓN Y SALARIOS**

La inflación del mes de junio, fue del 0,6%, por lo que la inflación acumulada del primer semestre del año se ubica en 4,6%. El rubro de mayor incidencia en la inflación del mes fue Alimentos y Bebidas (+0,7%), explicando el 27% de la expansión de los precios del mes de junio. Adicionalmente, se registró una deflación de los precios de los rubros Otros Bienes y Servicios y Transporte y Comunicaciones (-0,3% y -0,1% respectivamente).

Por su parte, los Precios Mayoristas aumentaron un 1% con respecto a mayo, por lo que la inflación anual mayorista se ubica en 13,6%.

Por último, el Costo de la Construcción aumentó 0,1% mensual, acumulando un alza del 8,2% en la primera mitad del año. Cabe destacar que la suba evidenciada en el costo de los Materiales (+1,5%) fue compensada por la caída observada en el costo de la mano de obra (-1,5%) debido al pago no remunerativo otorgado en mayo que había llevado a una suba del 3,3% mensual de dicho rubro.

**SITUACIÓN FISCAL**

En el primer semestre de 2008 el Sector Público acumuló un superávit primario de \$ 20.310 M., 41% superior al registrado en el mismo período del año 2007. Puntualmente, en junio el resultado primario fue mayor en un 15% al de junio del año previo, \$ 2.649 M.

La variación interanual de los ingresos en junio (28,4%) fue la menor en lo que va del año, debido al récord en los ingresos totales del año pasado que sirve como base comparable. Adicionalmente, el gobierno logró exhibir un mayor nivel de ingresos gracias a las transferencias del Banco Central por el manejo de sus reservas netas del pago de intereses de Lebac y Nobac en el año 2007. El resultado de la entidad monetaria en el año pasado, alcanzó \$ 7.777 M. En junio, las transferencias al gobierno por este concepto ascendieron a \$ 1.044 M., que implican un 40% del resultado primario.

Los gastos alcanzaron los \$ 15.945 M., el mayor nivel del semestre, con una variación interanual de 33,5%. Las remuneraciones al sector público sólo explicaron el 11% del aumento total, mientras que los gastos en capital lo hicieron sólo en 0,8%. Como contrapartida, las transferencias corrientes el

sector privado explicaron el 40% de la suba total de las erogaciones, impulsadas principalmente por los subsidios a las empresas energéticas.

### M & A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

- El gobierno argentino llegó a un acuerdo con el grupo español de viajes Marsans para asumir el control de Aerolíneas Argentinas. Se inició el proceso de due diligence por sesenta días, luego del cual -si hay acuerdo en el precio- el Estado recompraría las acciones de los españoles en Aerolíneas y en Austral. La presidenta Cristina de Kirchner prometió convocar al capital privado una vez que la empresa recupere su valor, a través de un proceso licitatorio transparente e internacional.
- Telecom Argentina anunció la compra del data center de Cubecorp en US\$ 35 M, para ampliar su capacidad de soporte y combinarla con servicios de valor agregado.
- Molinos S.A. acordó comprarle a la italiana Faro una participación del 34,03% en la fabricante de pastas y salsas Delverde Industrie Alimentari, por US\$ 8,7 M, mediante un aumento de capital de esta firma, es decir 0,55 veces ventas. Además, Molinos tendrá el derecho de adquirir bonos convertibles de esa sociedad por US\$ 7,1 M.

### SECTOR EXTERNO

El superávit comercial de mayo arrojó un deterioro del 23% anual. En los últimos meses, el conflicto con el sector agropecuario se hizo sentir en el resultado comercial. No obstante, la favorable evolución en los precios de las exportaciones argentinas permitió que dicho episodio impactase poco sobre el valor de las exportaciones que crecieron un 28% anual. El rubro que más aumentó en términos interanuales fueron las MOA cuya suba fue del 44% anual. Por su parte las importaciones crecieron nuevamente con fuerza y acumulan un alza del 46% en el año.

Un factor a destacar es que en mayo, nuevamente se destacó el alza en las compras de combustibles que exhibieron un incremento del 244% anual. Las mayores cantidades compradas aunadas al precio del petróleo en continuo aumento explicaron dicha suba.

#### COMERCIO EXTERIOR: GRANDES RUBROS

Millones de dólares y variación porcentual

	Mayo		
	2007	2008	V% A
<b>Exportaciones</b>	<b>4.850</b>	<b>6.203</b>	<b>28%</b>
Primarios	1.261	1.670	32%
MOA	1.575	2.275	44%
MOI	1.401	1.774	27%
Combustibles	612	484	-21%
<b>Importaciones</b>	<b>3.542</b>	<b>5.198</b>	<b>47%</b>
Bs.Capital	831	1.041	25%
Pzas.Capital	654	889	36%
Bs.Intern.	1.215	1.769	46%
Combustibles	186	640	244%
Bs.Consumo	387	519	34%
Automotores	260	333	28%
Resto	9	8	-11%
<b>Saldo</b>	<b>1.308</b>	<b>1.005</b>	<b>-23,2%</b>

Fuente: OJF & Asociados en base a INDEC

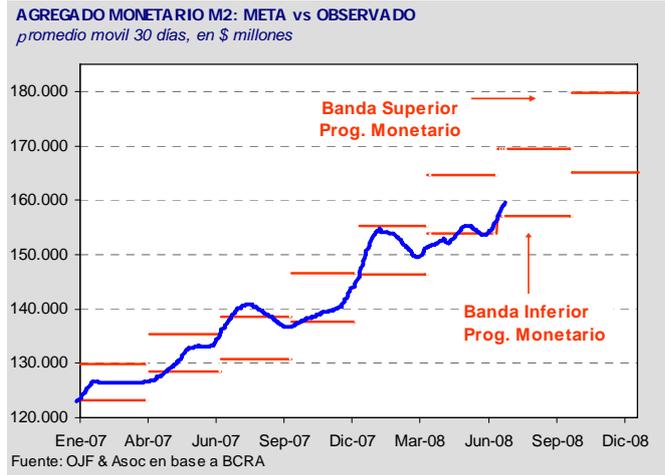
### BOLSA Y FINANZAS

Entre el primer día de junio y hacia finales de julio, el MerVal se mostró muy volátil, reflejando la incertidumbre generada durante el conflicto del gobierno con el sector agropecuario y acumuló una reducción del orden del 10%, perforando el piso de los 2.000 puntos. La volatilidad no obedece a cuestiones estructurales de la economía. Por eso, lentamente se fue recuperando el ánimo inversor y en las últimas cuatro jornadas, el MerVal creció 5,6%, hasta 1.982 puntos de la mano de las acciones de las empresas energéticas y las relacionadas con el sector primario.

Por otro lado, la intervención del Banco Central en el mercado de renta fija consiguió detener la caída en los precios de los títulos públicos. Desde el inicio del mes de julio, el precio de los títulos más demandados por la autoridad monetaria como el Discount en pesos y el Boden 2014 se incrementaron 4,1% y 0,6% respectivamente. Por último, el cupón PBI, alentado por los últimos datos difundidos de la actividad económica, se recompuso y creció 0,9%.

### MONEDA

En el último trimestre, en un contexto de incertidumbre generado por el conflicto del gobierno con el sector agropecuario, el Banco Central enfrentó una elevada demanda de dólares por parte del sector privado. La oferta de divisas por parte de la entidad superó a la demanda, descendiendo el tipo de cambio Minorista Venta a 3,05 \$/U\$, nivel que no se registraba desde enero de 2006. Las reservas cayeron entre abril y junio de este año U\$S 3.020 M. La política del Banco Central intentó desincentivar la compra de divisas, ocasionando pérdidas para aquellos que buscaron dolarizarse.



Como contrapartida, la entidad retiró pesos y se redujo la liquidez de la economía. Así, se detuvo el crecimiento del agregado M2 que, hacia el 30 de junio, registró un promedio móvil de 30 días de \$ 156.179 M. cerca de la banda inferior impuesta en el Programa Monetario (\$ 153.856 M.).

En lo que va de julio, se atenuó la demanda de divisas y la caída en las reservas que, hace aproximadamente 15 días se ubican en torno a U\$S 47.600 M. A su vez, en los últimos días se recompuso parcialmente la demanda de pesos volviendo a impulsar el agregado M2. Por último, se redujeron levemente las tasas de interés aunque se colocaron en un nivel mayor al previo al inicio del conflicto. Para los próximos meses, con la derogación de la Resolución 125, se espera un incremento en la liquidación de exportaciones y por ende de las reservas internacionales.

**CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS**

El Índice de Confianza de los Consumidores, que elabora la Universidad Torcuato Di Tella exhibió una leve caída en junio (-1,8% mensual). Tanto la percepción acerca de la situación personal como las expectativas macroeconómicas evidenciaron mejoras (+0,5% y 2,4% respectivamente), fundamentalmente las expectativas macroeconómicas a 3 años cuya suba fue del 3,8%. En esta misma línea, expectativas de inflación a doce meses se mantienen en un 30% en términos de la mediana de respuestas. No obstante, la Confianza en el Gobierno de junio relevada por la Universidad Di Tella evidenció una merma del 9% mensual.

**PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO**

La economía argentina aún mantiene una buena tasa de crecimiento en trono al 6,4% anual y el superávit fiscal de junio alcanzó los \$1.259 M, esto es, \$158 M mayor al del mismo mes del año pasado. Sin embargo, algunos indicadores como el IGA y la producción industrial están mostrando cierta desaceleración. En parte, esto fue causado por el conflicto del agro. Sin embargo, ya en el primer trimestre, el crecimiento del PIB desestacionalizado respecto del cuarto trimestre de 2007 fue de 0,6%, el más bajo del actual ciclo económico. Esta desaceleración de la economía es un proceso natural dado el alto nivel de utilización de capacidad instalada. En efecto, el crecimiento potencial de la oferta agregada se encuentra en torno al 5% anual dado que la inversión se mantiene en torno al 23% del PIB. Esto implica que hacia delante el crecimiento económico estará determinado por la oferta y no tanto, por la demanda como sucedió en los primeros años que siguieron a la crisis de 2001.

## 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	jun 08	162,4	0,4% <sup>2</sup>	4,6%	6,4%
Indice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	jun 08	163,4	-0,6% <sup>2</sup>	4,2%	6,3%
Indice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	may 08	146,5	-2,4% <sup>2</sup>	9,9%	18,6%
Indicador Sintético de la Construcción (ISAC)	1993=100	may 08	140,8	-3,3% <sup>2</sup>	4,2%	12,1%
Ventas Reales en Supermercados	\$ M	may 08	1.491,4	7,3%	38,0%	31,6%
Ventas Reales en Centros de Compra	\$ M	may 08	285,4	0,1% <sup>2</sup>	29,8%	25,8%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	I 08	8,4	0,9 <sup>9</sup>	-1,4	
<b>Precios</b>						
Indice de Precios al Consumidor	1999=100	jun 08	212	0,6%	9,3%	4,6%
Indice de Precios Mayoristas (IPIM)	1993=100	jun 08	347	1,0%	13,6%	6,3%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) <sup>4</sup>	\$ / US\$	jun 08	3,07	-3,4%	-0,8%	-2,7%
Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted *	1980/90=100	jun 08	258	-2,3%	8,0%	5,6%
<b>Situación Fiscal</b>						
Recaudación Tributaria	\$ M	jun 08	23.621	-2,6%	31,0%	38,2%
Gasto de Capital <sup>7</sup>	\$ M	jun 08	1.753	294	31	1.611
Gasto Primario <sup>7</sup>	\$ M	jun 08	16.307	2.263	3.841	22.723
Resultado Primario	\$ M	jun 08	2.649	-3.377	347	8.499
Pago de Intereses	\$ M	jun 08	1.391	1.062	189	5.295
Resultado Financiero	\$ M	jun 08	1.259	-4.439	158	3.204
<b>Sector Externo</b>						
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	may 08	6.203	6,7%	27,9%	37,0%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	may 08	5.198	5,5%	46,8%	45,7%
Saldo Comercial	US\$ M	may 08	1.005	121	-303	312
<b>Moneda y Bancos</b>						
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 11 jul	47.603	0,2%	7,7%	3,1% <sup>3</sup>
Base Monetaria <sup>5</sup>	\$ M	Al 11 jul	102.662	0,4%	14,5%	3,7% <sup>3</sup>
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 11 jul	30.337	-1,4%	17,2%	9,6% <sup>3</sup>
Depósitos Privados	\$ M	Al 11 jul	163.231	1,5%	15,9%	6,9%
Préstamos al Sector Privado no Financiero <sup>6</sup>	\$ M	Al 11 jul	119.536	0,5%	39,0%	13,7% <sup>3</sup>
Tasa Prime 1a línea \$ - 30 días TNA	%	Al 17 jul	23,81	0,50	1,76	0,49 <sup>3</sup>
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 17 jul	17,41	4,19	9,48	0,28 <sup>3</sup>
<b>Bolsa y Finanzas</b>						
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos Básicos	Al 21 jul	594	-20	145	378
Merval en dólares	Puntos	Al 21 jul	650	-5,4%	-8,5%	-5,4%
Merval en pesos	Puntos	Al 21 jul	1.982	-10,2%	-9,5%	-10,2%
<b>Índices de Confianza</b>						
Confianza en el Consumidor (Universidad Di Tella) <sup>8</sup>	Indice	Med Jun 08	39,6	-1,8%	-22,8%	
Confianza en el Consumidor (Fundación Mercado)	%	Fin Nov 07	43,3%	0,4%	0,5%	

\* Ajustado por principales precios de exportación e importación

1: Las variaciones que no son porcentuales son absolutas

2: Variación desestacionalizada

3: Variación versus diciembre 2005

4: minorista casas de cambio (venta)

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

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

**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**
**LOS DESAFIOS QUE AUN ENFRENTA LA ECONOMÍA ARGENTINA**

Nuestras proyecciones de crecimiento para el 2008 se basan en que la economía debe comenzar a desacelerarse. Esto se debe a que el PIB está alcanzando su potencial y que los niveles de inversión no son lo suficientemente altos como para provocar una aceleración del crecimiento potencial. A este escenario se le suma la debilidad de la economía norteamericana y la posible desaceleración del crecimiento mundial. En este contexto, el conflicto entre el gobierno y el campo precipitó algunos problemas, como la caída en la confianza, la baja de la demanda de dinero, etc. La derogación de la famosa Resolución 125, puede ayudar a mejorar la confianza en el corto plazo y a estabilizar el crecimiento. Sin embargo, la evolución de la economía presenta desafíos aún mayores para los próximos meses, como la inflación, el financiamiento del sector público, las tarifas de servicios públicos y los subsidios entre otras cosas.

**ACTIVIDAD ECONÓMICA: DESACELERACIÓN EN 2008**

En los últimos meses la actividad económica se desaceleró. En el primer semestre del año el crecimiento del PIB según el IGA-OJF fue de 6,4% anual, cifra que está por debajo del promedio de los últimos 5 años en el que la economía creció a un promedio de 8,8% anual. En parte, esta desaceleración fue producto del conflicto con el agro, pero también se debe al agotamiento de la capacidad ociosa. De hecho, durante el primer trimestre del año -antes de que estallara el conflicto - el PIB había comenzado a desacelerarse. En efecto, en estos datos oficiales muestran que el crecimiento anualizado del PIB desestacionalizado respecto del 4T-07 fue 2,6%, el más bajo del actual ciclo económico. Si bien el IGA-OJF muestra que hubo cierta recuperación en el 2T-08, lo cierto es que en los primeros 5 meses del año en general el crecimiento fue algo menor que el año pasado. Si se toma el primer semestre esta tendencia queda algo más marcada. Solamente, la construcción que mide el INDEC muestra cierta aceleración aunque en este caso el crecimiento parece ser volátil.

**ACTIVIDAD ECONÓMICA 2007 Y 2008**

	CON ESTACIONALIDAD						DESESTACIONALIZADO					
	var % respecto igual período año anterior						var % respecto período anterior - anualizado					
	PIB		Industria		Construcción		PIB		Industria		Construcción	
PIB - EMAE	IGA - OJF	EMI- INDEC	IPI -OJF	ISAC- INDEC	del IGA	PIB - EMAE	IGA - OJF	EMI- INDEC	IPI -OJF	ISAC- INDEC	del IGA	
<b>1 Trim 2007</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,8%</b>	<b>11,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>1,8%</b>	<b>10,4%</b>
<b>2 Trim 2007</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,9%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,8%</b>	<b>5,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>9,8%</b>	<b>16,1%</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,3%</b>	<b>27,7%</b>	<b>19,5%</b>
<b>3 Trim 2007</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,6%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>10,5%</b>	<b>12,9%</b>	<b>6,2%</b>	<b>8,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>9,4%</b>
<b>4 Trim 2007</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,6%</b>	<b>11,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>17,2%</b>	<b>25,1%</b>	<b>8,4%</b>	<b>6,8%</b>
<b>2007</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>11,2%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>11,2%</b>
<b>1 Trim 2008</b>	<b>8,4%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>11,4%</b>	<b>7,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-9,7%</b>	<b>9,4%</b>	<b>-3,2%</b>
<i>Abr-08</i>	8,9%	7,8%	8,5%	8,0%	22,7%	12,1%	12,8%	28,5%	90,8%	40,8%	115,0%	38,4%
<i>May-08</i>	8,0%	5,2%	6,9%	5,2%	4,2%	5,2%	17,7%	13,8%	-3,5%	-12,8%	-32,8%	7,0%
<i>Jun-08</i>		4,6%		4,2%		-0,7%		-3,5%		-7,0%		-42,2%
<b>2 Trim 2008</b>		<b>5,8%</b>		<b>5,8%</b>		<b>5,4%</b>		<b>8,7%</b>		<b>5,3%</b>		<b>6,2%</b>
<b>5 meses 08</b>	<b>8,4%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,7%</b>	<b>12,1%</b>	<b>7,8%</b>	<b>5,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,7%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>2,3%</b>
<b>1 sem 08</b>		<b>6,4%</b>		<b>6,3%</b>		<b>6,4%</b>		<b>3,4%</b>		<b>1,7%</b>		<b>1,5%</b>

Fuente: OJF y asociados en base al INDEC y al Ministerio de Economía

El conflicto con el agro tuvo ciertamente un impacto sobre la actividad económica, pero es posible que este efecto se desvanezca con el correr de los meses. Es muy probable que la actividad económica continúe desacelerándose debido a la alta utilización de la capacidad instalada. En otras palabras, el crecimiento deberá venir de nuevas inversiones. Sin embargo, el crecimiento del producto potencial que surge de dichas inversiones está en torno al 4,5% - 5,0% anual, cifra significativamente menor al crecimiento de los últimos 5 años. Por eso esperamos que si no surgen nuevos conflictos el crecimiento económico debería ir desacelerándose gradualmente.

**INFLACIÓN: UNA MALA NOTICIA Y UNA BUENA**

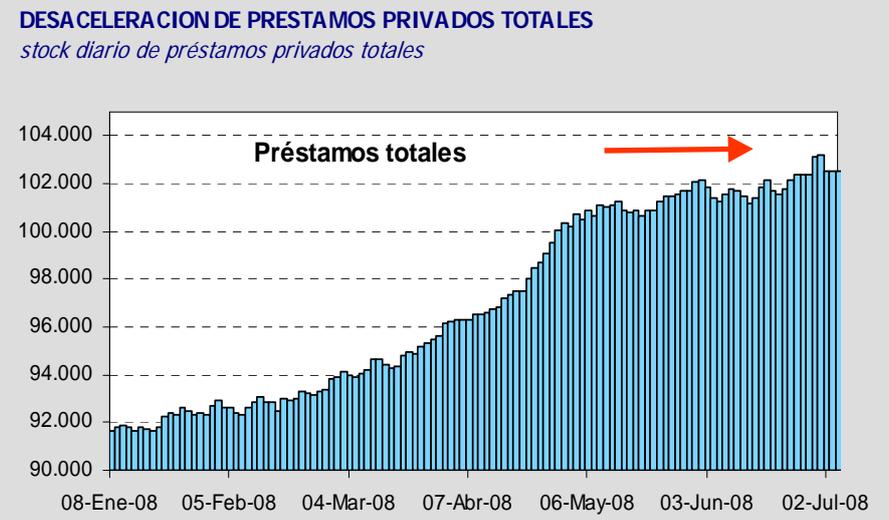
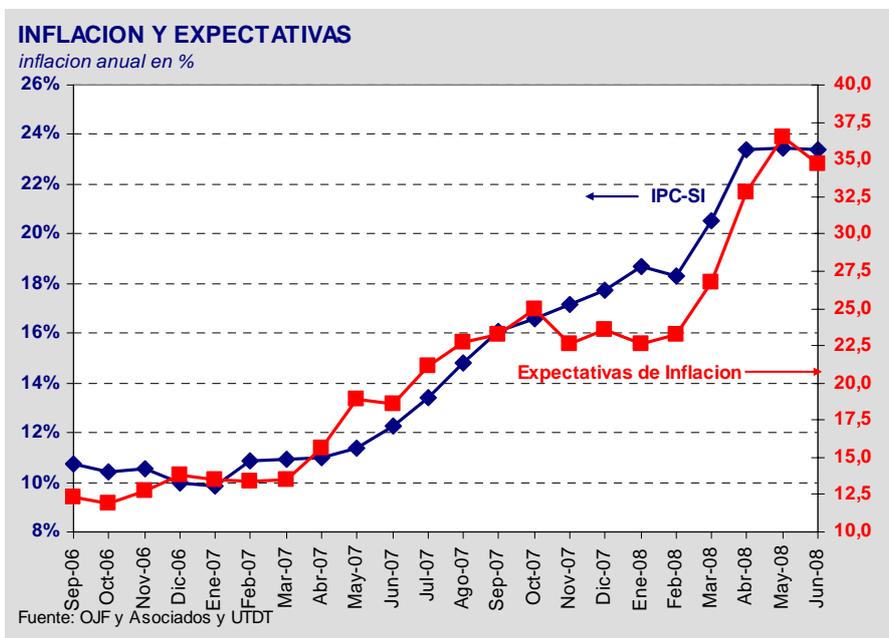
La mala noticia es que la inflación ya está en torno al 23% anual, mientras que las expectativas superan el 30% anual y estos niveles no son sustentables. La buena noticia es que hace 3 meses que la inflación se mantiene estable y las expectativas bajaron levemente. Sin embargo, creemos que los precios podrían volver a subir, aunque no tan rápido como sucedió a finales del 2007 y principios de 2008.

En los últimos meses una serie de hechos llevaron a la caída en la demanda de bienes. En primer lugar, el deterioro de la confianza del consumidor llevó a una leve desaceleración en el consumo. A su vez, el aumento de las tasas de interés y la salida de capitales que se observó en los últimos meses llevó a un estancamiento en el crédito al sector privado.

Entre marzo y mayo las ventas reales de los supermercados crecieron al 7% anual, cifra que se encuentra por debajo del 12,8% que se había observado en los primeros dos meses del año. Sin embargo, en mayo se observó cierto rebote en el crecimiento de las ventas de los supermercados, esto puede indicar que el consumo todavía podría seguir creciendo. Por otra parte, es posible que el Gobierno tome algunas decisiones como el aumento del mínimo no imponible de ganancias que empujen aún más la demanda. También existe el riesgo de una segunda vuelta de negociaciones salariales que podrían provocar un aumento adicional de la demanda.

**El factor financiero**

Existen factores monetarios y financieros que están ayudando a reducir la demanda de bienes. Según



**EVOLUCION DE LOS DEPOSITOS**  
en millones de pesos

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
<b>Depósitos privados en \$</b>	<b>135.365</b>	<b>137.027</b>	<b>139.152</b>	<b>142.365</b>	<b>136.997</b>	<b>138.972</b>
Plazos Fijos	57.982	59.201	59.626	60.514	58.763	59.956
Plazos Fijos (+ \$ 1 Millón)	22.587	22.893	23.177	24.119	24.578	26.017 ↑
Resto PF	35.395	36.308	36.449	36.395	34.185	33.939 ↓
Depósitos a la vista	19.401	18.625	19.900	21.337	19.471	19.060 ↓

Fuente: OJF y Asociados en base a BCRA

estimaciones propias, durante el segundo trimestre hubo una salida neta de capitales de US\$5.100 M. Este hecho se tradujo en una suba de tasas de interés y en una fuerte desaceleración en el crecimiento del crédito al sector privado.

El aumento de la inflación, conjuntamente con las bajas tasas de interés nominales provocaron un estancamiento de los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado. Desde febrero, éstos se mantienen en torno a los \$60.000 M. Sin embargo, se puede ver claramente que los depósitos que están subiendo son los de montos más grandes, o sea, los institucionales. Los depósitos a plazo fijo de montos menores a \$1 millón y los depósitos a la vista están bajando. Esto se debe a que los inversores institucionales pueden aprovechar mejor el aumento en las tasas de interés. De hecho, el diferencial entre la tasa Badlar que cobran los depósitos grandes y la tasa Encuesta a 30 días (promedio de las tasas de plazo fijo) pasó de 77bp en abril a 340bp a finales de julio. O sea, los grandes depósitos a plazo fijo hoy ganan 3,4 puntos porcentuales más que el resto de los depósitos. Igualmente, las tasas de interés reales continúan siendo negativas, pero la caída del dólar y del dólar a futuro permite que los grandes inversores puedan obtener un rendimiento importante medido en moneda extranjera. Esto genera un atractivo adicional para los inversores institucionales que pueden operar en el mercado de futuros del dólar a gran escala.

Si bien creemos que el dólar podría comenzar a subir nuevamente, una vez que se estabilice el mercado cambiario. Lo cierto es que las altas tasas de interés podrían subsistir debido al aumento de la inflación. Como consecuencia, la desaceleración del crédito al sector privado persistirá. En este sentido, los intentos por bajar la tasa de interés a través de nuevas inyecciones de liquidez podrían generar presiones inflacionarias adicionales, dado que la demanda de dinero también ha bajado.

#### ALGUNAS DUDAS EN MATERIA FISCAL

En 2008, el resultado primario del sector público nacional sería del 3,3% del PIB, pero en el 2009 podría caer al 2,8% del PIB debido al fuerte aumento del gasto público, especialmente, en el área de subsidios. Adicionalmente, el aumento en las tasas de interés que enfrenta el gobierno nacional también está provocando una expansión de los pagos de intereses de la deuda pública. Con lo cual, el superávit fiscal total podría caer de US\$4.328 M (1,4% del PIB) en 2008 a US\$ 3.081 M (0,9% del PIB) en 2009. En este esquema el gobierno requerirá casi el doble de financiamiento durante el 2009 del que necesita para este año.

FUENTES Y USOS SPNF						
En millones de dólares						
	2008				2008	2009
	1° Trimestre	2° Trimestre	3° Trimestre	4° Trimestre		
<b>USOS</b>	<b>4.651,4</b>	<b>3.185,5</b>	<b>5.988,5</b>	<b>3.613,1</b>	<b>17.438,5</b>	<b>20.559,5</b>
Amortizaciones	3.375,1	2.197,5	3.553,9	1.237,9	10.364,5	12.249,7
Recompras	0,0	0,0	1.396,0	0,0	1.396,0	1.953,6
Intereses	1.276,3	987,9	1.038,6	2.375,2	5.678,0	6.356,2
<b>FUENTES</b>	<b>3.501,2</b>	<b>3.905,8</b>	<b>2.554,3</b>	<b>1.839,5</b>	<b>11.800,8</b>	<b>10.736,0</b>
Superávit Primario	2.663,4	2.949,1	2.554,3	1.839,5	10.006,4	9.436,7
Adelantos Transitorios, Letras y Pagarés.	95,4	766,7	0,0	0,0	862,1	1.154,9
Organismos Internacionales	742,3	190,0	0,0	0,0	932,3	144,4
<b>SALDO A FINANCIAR</b>	<b>1.150,3</b>	<b>-720,4</b>	<b>3.434,1</b>	<b>1.773,6</b>	<b>5.637,7</b>	<b>9.823,5</b>
Títulos ya colocados	137,3	1.273,1			1.410,4	
<b>A financiar</b>					<b>4.227,2</b>	

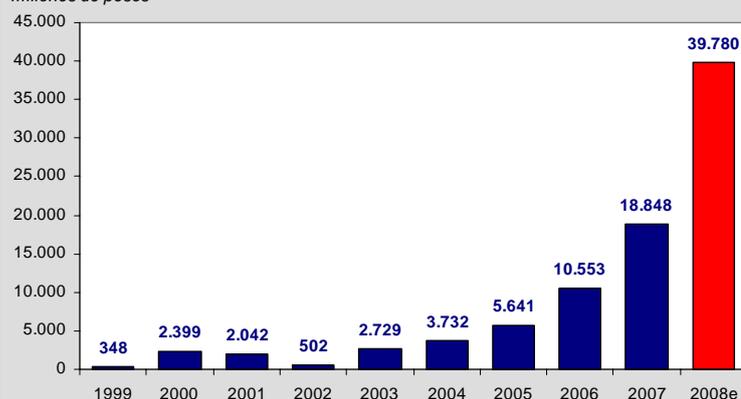
Fuente: OJF y Asociados

En efecto, durante el 2009 el gobierno tendrá necesidades de financiamiento por casi US\$ 3.000 M más que este año, mientras que sus fuentes de financiamiento serán US\$1.000 M inferiores. O sea, que el próximo año se necesitará financiamiento por más de US\$9.800 M. Con los mercados financieros internacionales casi cerrados, el Gobierno deberá volver a los mercados locales, utilizar parte de los depósitos que tiene en el sector financiero (US\$ 11.500 M), tratar de abrir los mercados internacionales mediante un acuerdo con el Club de París y/o bajar el gasto en subsidios, para mejorar el superávit primario.

Este año el Gobierno tiene un margen de maniobra mayor. De aquí a fin de año el Estado debe financiar US\$ 4.227 M. Para ello puede recomprar (exigido en el acuerdo de canje de deuda de 2005) US\$1.000 de títulos post-default en manos del ANSES, de esta manera sólo tendría que absorber US\$400 M en el mercado. Adicionalmente, podría colocar en el mercado local entre US\$1.500 M y US\$ 2.000 M adicionales, aprovechando que la mitad de los US\$ 1.800 M que las AFJP recibirán de nuevos aportes serán reinvertidos en bonos y que existe una buena posibilidad de que los inversores institucionales hagan un "roll-over" de parte de la deuda que vence en el segundo semestre. El resto podrá ser financiado con depósitos del SPNF.

**SUBSIDIOS DEL SPNF (ENERGIA, TRASNPORTE Y AGROINDUSTRIA)**

millones de pesos



Fuente: OJF y Asociados

El financiamiento del 2009 es complicado pero existen varias soluciones. La mayor parte de éstas pasa por abrir caminos en los mercados financieros, mejorar la confianza de los inversores y comenzar a solucionar el problema de las tarifas atrasadas de servicios públicos. Este último problema ha provocado un fuerte aumento de los subsidios que prácticamente se duplican año tras año. Por otra parte, el Gobierno enfrenta tasas de interés cada vez más altas que

**RIESGO PAIS**

	Duration años	Rendimiento Argentina %	Rendimiento Bono USA %	Riesgo País puntos
<b>Boden 2012</b>	1,7	10,3	2,7	<b>760</b>
<b>Bonar V</b>	2,3	12,3	3,0	<b>936</b>
<b>Boden 2013</b>	2,3	13,4	3,0	<b>1.047</b>
<b>Bonar VII</b>	3,9	11,6	3,2	<b>838</b>
<b>Boden 2015</b>	4,9	14,0	3,5	<b>1.046</b>
<b>Bonar X</b>	5,7	12,5	3,6	<b>891</b>
<b>Discount U\$S</b>	8,6	13,5	4,0	<b>953</b>
<b>Par U\$S</b>	11,8	11,4	4,2	<b>714</b>
<hr/>				
<b>Discount U\$S (Ley NY)</b>	10,1	9,8	4,1	<b>572</b>
<b>Par U\$S (Ley NY)</b>	12,6	10,3	4,3	<b>604</b>
<b>Credit Default Swap (5 años)</b>				<b>721</b>
<b>EMBI+ SPREAD</b>				<b>658</b>

Fuente: OJF y Asociados en base a IAMC y Bloomberg

reflejan un riesgo país en torno a los 900 bp, superior a la cifra que refleja el EMBI+ que se usa internacionalmente. En las condiciones actuales, si el gobierno colocara deuda en los mercados locales lo más probable es que los mercados le exijan tasas en un rango de entre el 11% y el 14%, dependiendo de la maturity del título. De hecho, el Boden 2015 que fue el último bono colocado por el gobierno hoy rinde casi 14%. Mientras que un bono similar del Tesoro de EE.UU. hoy rinde 3,5%.

En síntesis, la cuestión fiscal comienza a tener nuevamente peso en la economía argentina, especialmente por el lado del financiamiento. Pero tarde o temprano será necesario realizar ajustes en el gasto público y en la relación con los mercados internacionales para enfrentar el 2009.

f u n d a c i ó n  
**NORTE**Y**SUR**

**AUTORIDADES**

**Presidente**

Orlando J. Ferreres

**Vicepresidente**

Ludovico A. Videla

**Vocales**

Raúl Sanguinetti

Rodolfo D'Onofrio

Daniel Montamat

Néstor Arcuri

Carlos Mendive

Francisco Gismondi

Sebastián Marcilese

**EQUIPO DE TRABAJO**

**Directora de Investigaciones**

Marta N. Barros

**Investigadores**

Milagros Gismondi

Nicolás Cozzetti

María Belén Nates

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.nys.org](http://www.nys.org)

**CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR**

**NyS Nº 001**

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

**NyS Nº 002**

Asignaciones Familiares. 1996

**NyS Nº 003**

China Continental: Perspectivas. 1997

**NyS Nº 004**

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

**NyS Nº 005**

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

**NyS Nº 006**

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

**NyS Nº 007**

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

**NyS Nº 008**

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

**NyS Nº 009**

Presupuesto 1999: Hipótesis alternativas de crecimiento económico. Septiembre 1998

**NyS Nº 010**

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

**NyS Nº 011**

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

**NyS Nº 012**

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

**NyS Nº 013**

PRESUPUESTO NACIONAL: Fines, Medios y Resultados. Abril 1999

**NyS Nº 014**

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

**NyS Nº 015**

Relaciones Laborales en el Sector Público Argentino. Octubre 1999.

**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

**NyS Nº 030**

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

**NyS Nº 031**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Junio 2007

**NyS Nº 032**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Julio 2007

**NyS Nº 033**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Agosto 2007

**NyS Nº 034**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Septiembre 2007

**NyS Nº 035**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Octubre 2007

**NyS Nº 036**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Noviembre 2007

**NyS Nº 037**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Diciembre 2007

**NyS Nº 038**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Febrero 2008

**NyS Nº 039**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Marzo 2008

**NyS Nº 040**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Mayo 2008