

nys N° 098

# SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA

La dualidad argentina

**NEWSLETTER DEL MES DE NOVIEMBRE** 

**Noviembre 23, 2013** 





# CONTENIDO

SITUACIÓN ECONÓMICA	2
Producción y Consumo	2
Inflación	
Situación Fiscal	3
M&A e inversiones más importantes	3
Sector Externo	3
Bolsa y Finanzas	4
Moneda	4
Confianza De Los Agentes Económicos	5
Perspectivas De Corto Plazo	5
ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES	7
SINTESIS: La Dualidad Argentina	
dualidad particular: deterioro macroeconómico y suba de mercados	7
El déficit fiscal vuelve al centro de la escena	7
El financiamiento del Fisco y el rol del BCRA	8
Caída de Reservas, energía e inflación	9
La suba de los mercados	
SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION	13
CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR	14
"BASES PARA EL LARGO PLAZO": Orden de suscripción	18



### SITUACIÓN ECONÓMICA

### PRODUCCIÓN Y CONSUMO

Según el IGA-OJF, en octubre la actividad económica creció 2,9% interanual, principalmente por el desempeño de los sectores de intermediación financiera, industria y el comercio al por mayor y menor.

El sector bancario creció 11,2% respecto del décimo mes de 2012 debido principalmente a que los servicios por ganancia aumentaron 9,2% interanual. Es relevante el desempeño de la bolsa, que nuevamente tuvo una fuerte alza de 80,2% anual.

Por su parte la industria evidenció un crecimiento de 3,4% en relación a octubre de 2012 mayormente por la *performance* de metálicas básicas y minerales no metálicos, que aumentaron 15,0% y 13,2% interanual, respectivamente. El primer sector mostró recuperación en los últimos meses mientras que el segundo está marcando un nuevo record en su nivel productivo. A su vez, al conjunto industrial contribuyó la normalización del abastecimiento energético. Por otro lado, el comercio tuvo un crecimiento de 3,6% anual, influenciado en mayor medida por el comercio minorista, que creció un 4,2% interanual.

De esta forma, la actividad económica redujo el ritmo de expansión respecto de septiembre, y se espera que continúe así en los próximos meses debido a una desaceleración en el sector bancario, a menores frutos de la cosecha gruesa y a que el sector automotor se comparará con meses de pico productivo en 2012.

### **INFLACIÓN**

En base a nuestra estimación, los precios minoristas aumentaron un 1,5% en octubre, evidenciando una inflación anual del 26,4%.

Esto sucedió esencialmente debido a un aumento generalizado en todos los rubros del índice. Principalmente, se destacó el rubro Vivienda (2,6%) debido a una suba de las expensas por el aumento a los encargados (8%). Asimismo, el rubro Alimentos y bebidas crecieron 0,9% debido a subas en aceites (4,7%) y bebidas (2,6%) aunque aminorado por la caída de las frutas en 6,7%. Igualmente, explica gran parte de la suba mensual con una incidencia superior al 20%.

### ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE OCTUBRE

Var. % mensual e incidencia

	Estimador Inflación			
	var % mensual	Incidencia		
Vivienda Indumentaria	2,6% 2.5%	0,31 0,12		
Transporte y comunicaciones	2,1%	0,12		
Esparcimiento Equip. y Funcionamiento del Hogar	2,1% 1,6%	0, 18 0, 12		
Bienes Varios	1,3%	0,06		
Alimentos y bebidas	0,9%	0,31		
Educación	0,6%	0,03		
Salud	0,6%	0,06		
Estimación inflación OCTUBRE	1,5%	1,5		
INFLA CIÓN A NUA L	26,4%			

Fuente: OJF & Asociados

Además, es relevante destacar la suba del rubro Transporte y Comunicaciones (2,1%) debido a la suba de naftas y al aumento otorgado a taxis del 11%.

Este avance mensual genera que la inflación anual sea del 26,4%, evidenciando la tasa más elevada desde enero de 2011. Así, parecería que la aceleración inflacionaria post congelamiento comienza a perder fuerza, estabilizándose en tasas de alrededor de 2% mensual. No obstante, el problema inflacionario actualmente continúa igual e incluso peor ya que la aceleración de la devaluación (a tasas superiores al 2% mensual) que realiza el gobierno podría fogonear más los precios aunque con cierto retraso. Finalmente, esperamos un mayor ritmo en las tasas mensuales de inflación en los siguientes meses, por lo cual los precios subirían por encima del 27% anual para fin de año.



### SITUACIÓN FISCAL

En octubre, la recaudación tributaria nacional alcanzó los \$74.292 M, exhibiendo un crecimiento interanual de 23,6%, la menor variación en lo que va del año. De esta manera, el aumento acumulado de la misma se ubica en torno al 27,3% interanual.

La suba de la recaudación de octubre se encuentra explicada principalmente por la mejora en el IVA, que creció 32% interanual, a tono con la dinámica exhibida en los meses previos. Por su lado, los ingresos por el impuesto a las ganancias mostraron una pobre suba de 19%, lo que refleja el impacto de las deducciones implementadas recientemente. Además, los ingresos por Comercio Exterior crecieron solamente un 1,1% a pesar del dinamismo de los derechos de importación, que se expandieron a una tasa de 34,6%. En este mes en particular, la dinámica de los derechos de exportación se vio influencia por la caída de los precios internacionales.

Por otro lado, los ingresos por Seguridad Social crecieron 26,9% en la comparación con igual mes de 2012, reportando una leve desaceleración respecto a los meses pasados.

Vale aclarar que en octubre se produjo una contracción real de la recaudación del 2,5%, acentuándose la tendencia que comenzó a mostrarse en septiembre.

### **M&A** E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

YPF y Petrolera Pampa firmaron un acuerdo de inversión total por US\$ 151,5 M para el desarrollo de un proyecto de producción de tight-gas en el área Rincón del Mangrullo, en Neuquén.

El fabricante de maquinaria agrícola John Deere confirmó su plan de inversión para la Argentina, que contempla desembolsos por US\$ 130 M.

Rizobacter, empresa de insumos biológicos para el agro, invertirá US\$ 20 M en la construcción de una planta de microfertilizantes en la ciudad de Pergamino.

Mercedes-Benz invertirá € 14 M (US\$ 18,7 M) en el desarrollo de la matricería para su nuevo modelo tipo Van que comenzará a producir desde junio de 2015 en su planta de González Catán.

### **SECTOR EXTERNO**

En septiembre, el saldo comercial alcanzó los US\$ 848 M, contrayéndose un 4,3% interanual. Esta menor caída, respecto de meses anteriores, se debe a una baja en las importaciones de combustibles. Por su parte, las exportaciones evidenciaron un crecimiento gracias al rubro de manufacturas de origen agropecuario (MOA).

Las importaciones de combustibles cayeron 8,7% interanual, dado el fin de la época invernal. Estas compras hasta septiembre aumentaron US\$ 1.952 M respecto igual período de 2012 absorbiendo la suba acumulada de las exportaciones totales (US\$ 1.872 M). En concecuencia, las demás importaciones erosionaron directamente el saldo de la balanza comercial. Por su parte, las compras externas referidas a automotores se desaceleraron respecto de los dos últimos meses, creciendo un 47,5% anual.

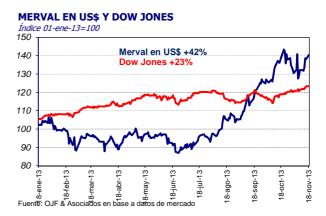
Las ventas al exterior crecieron un 3% interanual, principalmente, por las MOA, que se expandieron un 21,5% más que septiembre de 2012. Se destacaron las exportaciones de material de transporte hacia Brasil, que se mantuvieron inalteradas. Esta situación viene golpeando al rubro de manufacturas de origen industrial (MOI), que se contrajo un 2,5% interanual.



Si bien, en lo próximo, el saldo comercial se vería menos deteriorado por la reducción de las compras de hidrocarburos, la liquidación de la cosecha gruesa habría terminado su ciclo y las MOI en los últimos dos meses no tuvieron un buen desempeño. Debido a esto, el resultado comercial continuaría en baja.

### **BOLSA Y FINANZAS**

Durante el mes de octubre los principales índices bursátiles de EE.UU. mostraron subas, que continuaron en las primeras semanas noviembre. Esto en parte es explicado por la conferencia que otorgó Janet Yellen (actual vicepresidente de la FED) en el senado, donde mostró que continuará con la política actual. De esta forma, los mercados descontaron que la actual política de estímulos monetarios seguirá, como mínimo hasta diciembre. Así, en lo que va de noviembre, el índice Dow Jones creció 2,7% llegando a los 15.969 puntos. Por su parte, el índice Nasdag composite subió 0,7% alcanzando los



3.948 puntos y el S&P 500 aumentó 1,8% llegando a los 1.789 puntos.

Localmente, luego del rally alcista que observamos entre las PASO y las elecciones generales del 28 de octubre, llegó una pequeña toma de ganancias. Esto se debió a que, luego de la derrota electoral, no hubo medidas del gobierno que confirmen las expectativas generadas.

Así, el índice MerVal retrocedió casi 8% en las semanas post PASO. Además, el volumen negociado en acciones continuó en aumento mostrando el interés creciente en los papeles locales. De esta forma, en octubre evidenció un volumen promedio diario de \$127 M creciendo un 15,4% respecto de septiembre y un 340% respecto del mismo mes de 2012 explicado por una baja base de comparación.

Por último, en el corto plazo las miradas están puestas en las nuevas medidas que podría tomar el nuevo ministro de economía (Axel Kicillof), ya que al asumir se observará si hay o no cambios en el gobierno. Asimismo, habrá que ver si el mercado continúa operando el mediano plazo (post 2015) o si se concentra en los problemas a resolver de corto plazo, profundizando así la toma de ganancias y aumentando el dólar paralelo.

### **MONEDA**

El Banco Central resolvió una medida que apunta a que las grandes firmas exportadoras ingresen un mayor volumen de divisas. Para ello se limitaron los créditos en pesos a los que pueden dichas acceder empresas. Estas modificado su estructura de pasivos, pasándose del endeudamiento en dólares al endeudamiento en pesos. Por la medida mencionada, en el corto y mediano plazo van a tener que volver a adquirir préstamos en el extranjero o aumentar la liquidación de las exportaciones. Estos habían sido postergados por la expectativa de un dólar oficial futuro más elevado, para poder hacerse del financiamiento necesario. Si bien esta medida podría tener algún éxito en el mediano plazo, una

PRESTAMOS POR ACTIVIDADES  \$ Miles	•			
		jun-11	jun-12	jun-13
SECTOR EXPORTADOR				
Cereales, oleaginosas y forrajeras	Total	10.342.439	13.376.772	16.627.290
Cereales, oleaginosas y forrajeras	En \$	4.803.125	8.059.230	14.035.283
Cereales, oleaginosas y forrajeras	En US\$	5.539.314	5.317.542	2.592.007
Total % financiado en \$		46%	60%	84%
Total % financiado en US\$		54%	40%	16%
TOTAL ECONOMÍA				
Total de actividades económicas	Total	267.172.649	357.911.499	470.501.447
Total de actividades económicas	En \$	229.967.203	320.752.988	443.831.801
Total de actividades económicas	En US\$	37.205.446	37.158.511	26.669.646
Total % financiado en \$		86%	90%	94%
Total % financiado en US\$		14%	10%	6%

Fuente: OJF & Asociados en base a BCRA y estimaciones propias



vez que estas empresas hayan ajustado sus pasivos a la nueva normativa, el efecto se diluirá totalmente y continuarán siendo los problemas macroeconómicos internos (alta inflación, estancamiento de la producción energética y agropecuaria y baja integración industrial) los que determinen la evolución de las reservas.

### CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

En octubre, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de la UTDT se expandió un 6,6% mensual. En el mismo sentido, mostró un crecimiento de 19,6% interanual debido, principalmente, a la baja base de comparacion. Por otro lado, siendo que el acercamiento del índice al valor 100 indica una mayor proporción de respuestas positivas, es relevante mencionar que se redujo el promedio del mismo, pasó de ubicarse en el valor 54,8 en 2011 a 45,7 en lo que va de este año.

En el desagregado por regiones, el índice en Capital Federal subió 13,8% respecto de septiembre, producto de una baja base de comparación. En la misma línea, el ICC del Gran Buenos Aires creció 6,7% mensual, mientras que en el Interior la confianza mostró el menor crecimiento comparado con las otras regiones, avanzando 2,9% más que el mes pasado.

### PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

El escenario en el que la economía actual está inserta es dual. Por un lado, el dólar paralelo se sitúa alrededor de los \$10, al tiempo que se observa deterioro de las variables macroeconómicas (déficit fiscal, reservas, inflación, etc.). Sin embargo, en los últimos meses la bolsa repuntó y bajó el riesgo país.

La suba de los mercados financieros se explica por el ingreso de inversores internacionales que mayormente no tienen posiciones financieras en Argentina y que están comenzando a apostar en activos argentinos en base a dos hechos: el resultado de las elecciones que abrió la posibilidad de un cambio de Gobierno en 2015, cierto acercamiento a los organimos internacionales de crédito y el bajo valor de los activos locales. Por el contrario el valor de dólar paralelo esta relacionado con inversores locales, muchos de ellos empleados, pequeños ahorristas o turistas y también inversores más grandes. En general, se trata de actores locales que tienen una fuerte exposición en Argentina, que están mirando la debilidad de la economía en el corto plazo.

En los próximos dos años la economía soportará crecientes dificultades macroeconómicas. Si en los últimos años, el Gobierno ha elegido el camino de las restricciones de corto plazo en lugar de soluciones de largo, difícilmente cambie mucho la estrategia en los próximos dos años. De hecho, la propia Presidente dijo que este gobierno no haría ajustes, quedando dos años de creciente debilidad económica, bajo crecimiento y alta inflación. No obstante, puede ser que en el proceso comiencen a verse operaciones y algunos movimientos de fondos pensando más allá de 2015.



		Último	Dato	Variaciones <sup>1</sup>		
VARIABLE	Unidad de Medida	Mes	Nivel	Mensual	Anual	Acumulada
Producción y Empleo				1		
Indice General de Actividad (IGA OJF)	1993=100	oct 13	174,9	0,5%	2 2,9%	3,4%
Indice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	oct 13	193,4	1,2%	2 3,4%	3,0%
Indice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	sep 13	174,9	5,7%		4,9%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	II 13	7,2	-0,7	10 0,01	0
Precios			i			
Estimación de inflación	1999=100	oct 13	757	1,5%	26,4%	22,6%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) <sup>4</sup>	\$ / US\$	oct 13	5,9	1,9%	23,3%	19,6%
Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted *	2000=100	oct 13	129,1	129,1	2,96%	-2,0%
Situación Fiscal						
Recaudación Tributaria	\$ M	oct 13	74.292	3,5%	23,6%	27,3%
Resultado Primario	\$ M	ago 13	913	109	135	243
Resultado Financiero	\$ M	ago 13	-750	1.975	-768	-3.765
Deuda Pública	US\$ M	II 13	196.142	13.402	13.402	-1.321
Sector Externo		ı	ı	ı		
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	sep 13	6.995	-9,6%	3,0%	3,9%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	sep 13	6.146	-14,2%	4,1%	10,7%
Saldo Comercial	US\$ M	sep 13	849	281	-38	-3.065
Moneda y Bancos		ı		ı		
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 8 nov	32.966	-4,6%	-27,1%	-28,9%
Base Monetaria <sup>5</sup>	\$ M	Al 8 nov	341.477	0,6%	24,7%	53,2%
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 8 nov	531.608	-0,1%	31,1%	62,8%
Depósitos Privados	\$ M	Al 8 nov	515.287	2,8%	30,0%	58,2%
Préstamos al Sector Privado no Financiero <sup>6</sup>	\$ M	Al 8 nov	470.668	2,8%	33,7%	62,7%
Tasa Prime 1a linea \$ - 30 días TNA	%	Al 19 nov	24,32	24,3	5,5	5,3
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 19 nov	19,00	19,0	3,4	3,6
Bolsa y Finanzas	1	I	1	I		
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos. Básicos	Al 20 nov	793	-119	-344	-188
Merval en dólares (ajustado por TC implícito)	Puntos	Al 20 nov	584	4,1%	64,7%	39,2%
Merval en pesos	Puntos	Al 20 nov	5.362	3,8%	121,6%	87,9%
Internacional	1	1		1		
Dólar	\$ / US\$	Al 20 nov	6,05	2,3%	24,9%	23,0%
Dólar Implícito	\$ / US\$	Al 20 nov	9,18	-0,3%	34,6%	35,0%
Dólar Blue	\$ / US\$	Al 20 nov	9,92	0,0%	54,0%	45,9%
Euro	US\$ / €	Al 19 nov	1,36	-0,2%	4,2%	2,5%
Real	R\$ / US\$	Al 19 nov	2,28	2,0%	6,9%	11,4%
Soja Trigo	US\$ / ton	Al 19 nov	468,95	-0,3% -2.6%	-11,3% -23.0%	-10,0% -16,4%
Trigo Maíz	US\$ / ton US\$ / ton	Al 19 nov	238,93 164,46	-2,6% -2,5%	-23,0% -44,2%	-16,4% -40,2%
Petróleo WTI	US\$ / ton	Al 19 nov Al 19 nov	93,34	-2,5% -3,6%	<del>-44</del> ,2% 5,0%	-40,2% 1,7%
Oro	US\$ / DDI	Al 19 nov	1.274,40	-3,6% -3,8%	-25,5%	-24,0%
EE.UU. T Bond 10 años	%	Al 19 nov	2,71	0,16	1,10	1,01
	1		-,, -	-,20	_,10	
Índices de Confianza Confianza del Consumidor (Universidad Di Tella)	8 Indice	Mid oct13	51,9	6,6%	19,4%	
Confianza en el Gobierno (Universidad Di Tella)	Indice	Mid oct13	1,98	11,9%	18,6%	

<sup>\*</sup> Ajustado por principales precios de exportación e importación (estimación propia)

4: Minorista casas de cambio (venta)

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

<sup>5:</sup> Circulación monetaria + encajes en \$

<sup>6:</sup> Promedio mensual (préstamos en pesos + préstamos en dólares) 1: Las variaciones que no son porcentuales son absolutas

<sup>7:</sup> Excluye Transferencias a las Provincias 8: Relevamiento Total País

<sup>2:</sup> Variación desestacionalizada 3 : Variación versus diciembre 2011

<sup>9:</sup> Variación respecto al trimestre anterior en puntos básicos

<sup>10:</sup> Medido en puntos porcentuales

CENTRO DE ESTUDIOS ECONOMICOS - Orlando J Ferreres & Asociados



### **ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES**

### SINTESIS: LA DUALIDAD ARGENTINA

Por un lado, el dólar paralelo sube por encima de \$10, al tiempo que se observa un marcado deterioro de las variables macroeconómicas (déficit fiscal, reservas, inflación, etc.). Pero por otro lado, se produjo en los últimos meses un repunte de la bolsa y una baja del riesgo país.

La suba de los mercados financieros se explica por el ingreso de inversores internacionales que mayormente no tienen posiciones financieras en Argentina y que están comenzando a apostar en activos argentinos en base a dos hechos: el resultado de las elecciones que abrió la posibilidad de un cambio de Gobierno en 2015 y el bajo valor de los activos locales.

Por el contrario el dólar paralelo está reflejando otra realidad completamente diferente. En primer lugar, aquellos que operan en este mercado son inversores locales, muchos de ellos empleados, pequeños ahorristas o turistas y también inversores más grandes. Pero, en general, se trata de actores locales que tienen una fuerte exposición en Argentina, ya sea porque tienen su empleo, su casa, su ahorro o su empresa aquí. Estos no están pensando en el 2015, sino que están mirando la debilidad de la economía en el corto plazo.

En los próximos dos años la economía avanzará por este camino de crecientes dificultades macroeconómicas, con un gobierno intentando estirar los tiempos. Si en los últimos años, con un poder político importante el Gobierno ha elegido el camino de las restricciones de corto plazo en lugar de soluciones de largo plazo, difícilmente cambie mucho la estrategia en los próximos dos años.

De hecho, la propia Presidente dijo que este gobierno no haría ajustes. Con lo cual, quedan dos años de creciente debilidad económica, bajo crecimiento y alta inflación. No obstante, puede ser que en el proceso comiencen a verse operaciones y algunos movimientos de fondos pensando más allá de 2015.

# DUALIDAD PARTICULAR: DETERIORO MACROECONÓMICO Y SUBA DE MERCADOS

Las principales variables macroeconómicas están mostrando un deterioro más veloz del que era de esperar. Los dos ejemplos más notables son las reservas del BCRA y el incremento del déficit fiscal. En este contexto, la licencia de la Presidente por sus problemas de salud, ha provocado un retraso en la toma de decisiones lo cual genera una incertidumbre adicional, que se refleja en la pérdida de reservas y la suba del dólar paralelo. No obstante, la bolsa de comercio de Buenos Aires está mostrando una fuerte recuperación con un alza que supera el 40%. Esta dualidad se explica porque mientras algunos grandes inversores internacionales han decidido comenzar a apostar algo a la Argentina post-2015, los pequeños ahorristas argentinos buscan defender sus ahorros frente al debilitamiento de la moneda local que refleja dicho deterioro macroeconómico.

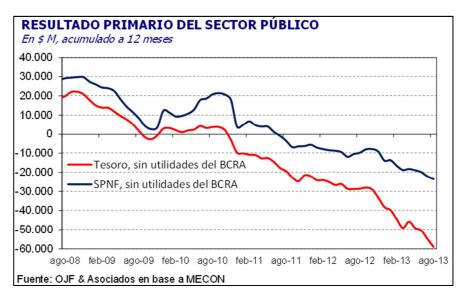
### EL DÉFICIT FISCAL VUELVE AL CENTRO DE LA ESCENA

Dos datos muestran el deterioro del resultado fiscal. En primer lugar, el déficit primario (antes de pago de intereses y cupón del PIB) esperado para el 2013 es de \$11.600 millones, más del doble que en 2012. Si a esta cifra le restamos los ingresos por utilidades del BCRA que son, más bien, un financiamiento encubierto llegamos a un déficit fiscal primario de más de \$43.000 millones (1,5% del PIB), lo cual triplica la cifra comparable que se había observado en el 2012. En segundo lugar, el Gobierno sacó un decreto para modificar el presupuesto de manera de poder incorporarle unos \$70.000 millones adicionales al déficit presupuestario, que ya estaba en \$35.000 millones. Si bien es muy probable que todavía falte una modificación que ajuste los ingresos, esto es un indicador de la



velocidad de deterioro fiscal y podría ser un indicador del retraso que el Gobierno lleva en los pagos proveedores.

No obstante, para encontrar estas conclusiones requiere de cierto manejo de cifras. En efecto, este año se espera el déficit fiscal de Nación la (incluyendo intereses) ronde los \$50.000 millones, cifra que resulta unos \$5.000 millones más baja que en 2012. Sin embargo, este número no sirve para apreciar la debilidad de las cuentas públicas, por dos razones: En primer lugar, en el 2013 no se va a realizar pago del cupón del PIB como se dio en el 2012 y en



segundo lugar, porque estas cifras incluyen las crecientes transferencias de utilidades del BCRA, lo cual tiende a disfrazar los resultados. Si no se contabilizan las utilidades del BCRA el déficit fiscal del SPNF (Gobierno Nacional) podría alcanzar los \$85.359 millones.

Para el mes de agosto el resultado fiscal primario (antes de intereses y pago del cupón) del SPNF, sin las transferencias del BCRA superaban los \$20.000 millones anuales con una clara tendencia a seguir bajando. Más clara es esta tendencia cuando se observa el resultado primario del Tesoro sin utilidades del BCRA, que es como medir la parte más operativa de las cuentas públicas. Esto indica que operativamente, no sólo el déficit está creciendo, sino que el deterioro fiscal se acelera desde mediados del año pasado.

La consecuencia de este continuo deterioro fiscal es la creciente necesidad de financiamiento desde el Banco Central. Hoy en día el BCRA financia al tesoro de tres formas: con reservas, con adelantos transitorios y con la transferencia de utilidades.

### EL FINANCIAMIENTO DEL FISCO Y EL ROL DEL BCRA

Según la Carta Orgánica, el BCRA puede financiar los vencimientos de deuda en dólares con reservas. Para ello, el Tesoro suele emitir, cada determinado tiempo, una Letra intransferible con tasa Libor -1 (a tasa cero en la actualidad) al BCRA y este transfiere dólares de las reservas a las cuentas del Gobierno en esta entidad financiera. Mientras las divisas sigan depositadas en el BCRA se contabilizan como "reservas como contrapartida de depósitos del Gobierno", pero a medida que se van pagando deudas, las reservas y los depósitos del Estado van bajando.

La otra forma de financiamiento son los Adelantos Transitorios. Estos son préstamos del BCRA al Gobierno Nacional de corto plazo y en pesos que continuamente se van renovando. La Carta Orgánica reformada en la crisis de 2002 fijaba un límite máximo de financiamiento a través de Adelantos Transitorios del 12% de la base monetaria y del 10% de la recaudación tributaria de los últimos 12 meses. Sin embargo, en el 2011 se alcanzó este límite y en 2012 se tuvo que reformar la carta orgánica que amplió el financiamiento al 20% de la recaudación tributaria de los últimos 12 meses y al 12% de la base monetaria. En el 2013, este límite va estar muy cerca de ser alcanzado y en el 2014 seguramente se superaría este límite sino fuera por las utilidades que el BCRA.



La otra alternativa de financiamiento no es reconocida como tal, pero en los hechos lo es. Todos los años el BCRA transfiere utilidades a su principal accionista, el Estado. Sin embargo, las transferencias realizadas en los últimos años son productos de resultados por diferencia de cambio no realizados y, por lo tanto, el BCRA se ve en la obligación de emitir base monetaria para poder transferirlas. En el ejercicio 2012 dicha ganancia según balances del Banco central alcanzó los \$32.000 millones, mientras que el resultado por diferencia de cambios en las reservas y en los bonos públicos dolarizados fue de \$44.000 millones.

En los hechos esta emisión de dinero para transferir al Tesoro resulta más una emisión que una ganancia real. En el 2013 se espera que el tesoro reciba del BCRA unos \$50.000 millones y podrían ser \$80.000 millones en el 2014, monto que sería equivalente a todas la recaudación por retenciones a las exportaciones. En total, sumando las tres formas de financiamiento en el 2013 el BCRA le pasará a la Nación casi \$125.000 millones, cifra que casi se duplicará en el 2014 superando los \$215.000 millones.

FUENTES Y USOS: SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO						
millones de pesos						
	2011	2012	2013	2014		
Necesidades Financieras	103.816	143.675	165.704	266.943		
Resultado Fiscal (Neto de Rentas BCRA)	41.118	65.050	85.359	163.089		
Amort. de Deuda largo plazo	39.773	38.696	61.363	81.901		
Suba depósitos del gobierno (BCRA+BNA)	21.279	18.198	17.205	20.302		
Financiamiento a provincias y otros	1.646	21.731	1.777	1.651		
Fuentes de financiamiento	103.816	143.675	165.704	266.943		
Roll Over Organismos Internacionales	6.291	6.643	8.140	12.558		
Creditos Bancarios (BNA)	4.099	7.168	14.238	18.604		
ANSES	18.958	5.554	18.372	20.361		
Financiamiento con el BCRA	74.469	124.310	124.953	215.421		
Fuente:OJF & Asociados en base a MECON y estimaciones propias						

### CAÍDA DE RESERVAS, ENERGÍA E INFLACIÓN

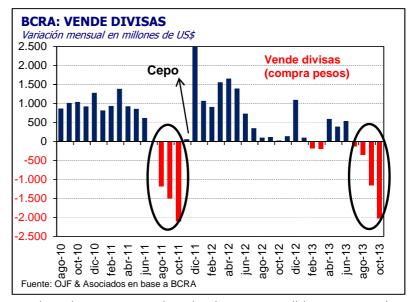
Esta creciente utilización del BCRA como financista del tesoro está sosteniendo la inflación en niveles elevados. En octubre la inflación habría sido de 26,4% según nuestras estimaciones, al tiempo que el tipo de cambio si bien mostró un mayor ritmo de devaluación durante el 2013, continúa apreciado en un ambiente de baja credibilidad. No obstante, tras la implementación del Cepo cambiario, no es posible comprar dólares o invertir en activos externos y ello provoca que la población aumente su consumo de viajes al exterior o demande mayores bienes importados.

A esto se le suma un problema creciente en el ámbito energético, y provoca el dilema Crecimiento/Energía, que implica que más crecimiento tendrá un serio costo en las reservas, debido a las importaciones adicionales que se requieren en energía. En la última década los precios de la energía fueron precios políticos, lo que provocó una producción declinante y el intervencionismo estatal anuló por muchos años los incentivos para las inversiones en exploración y en explotación de energía primaria. En un esquema de baja en la producción y demanda creciente provocada por bajos precios y crecimiento económico, las importaciones energéticas se fueron expandiendo de tal manera que un sector que el superávit energético de US\$ 6.000 millones en 2006 se convirtió en un déficit de casi US\$7.000 millones este año.



Si en 2014 el Gobierno decidiera priorizar el crecimiento económico tendría que reducir las restricciones sobre la importación de insumos e importar más energía, lo cual provocaría una mayor baja de reservas.

La pérdida de reservas actual se asemeja mucho a la pérdida que se observaba en el 2011 antes de que se establezca el Cepo cambiario, todo lo cual hace suponer que habrá medidas que tengan como objetivo tratar de frenar proceso, tal como sucedió en ese entonces. En esta línea surgieron dos medidas en los últimos días. La primera es la limitación a la capacidad de los bancos de financiar a las grandes exportadoras en moneda local y la segunda es el incremento en los trámites burocráticos para la compra de autos importados de alta gama. Si bien el impacto económico de esta aplicarse en futuro.



segunda medida no es demasiado grande, tal vez, es un ejemplo de otras medidas que pueden aplicarse en futuro.

Sin embargo, también se observaron otros mecanismos que el Gobierno podría estar explorando. Entre ellos está el de conseguir financiamiento externo. Para ello debería solucionarse el tema del CIADI, la cuestión de los Holdouts, reparar el índice de precios y resolver el default con el Club de Paris. En todas estas líneas parece haber algún movimiento aunque parece escaso.

La falta de la Presidente se hace notar en este contexto en el que se deben tomar decisiones, en especial en un Gobierno en el que las decisiones se toman de forma centralizada. Por ello los avances en cualquiera de los dos sentidos, sean más restricciones o conseguir financiamiento externo parecen más bien tibios. Aún así, cabe aclarar que viendo las historia reciente es más probable que se tienda a restringir que a conseguir fondos externos.

Con este deterioro macroeconómico y poca credibilidad no es de extrañar que el dólar paralelo haya subido por encima de los \$10. Sin embargo también se observa movimientos financieros en sentido contrario.

### LA SUBA DE LOS MERCADOS

La contradicción entre la suba del dólar paralelo y la baja del riesgo país es producto de un marcado posicionamiento de diferentes actores frente a las perspectivas de la economía Argentina. Algo así como la conocida metáfora del vaso medio lleno y del vaso medio vacío. Mientras algunos grandes inversores internacionales han decidido comenzar a apostar algo a la Argentina post-2015, los pequeños ahorristas argentinos intentar defender sus ahorros frente al debilitamiento de la moneda local y la escasez de divisas. Este hecho incluso generó movimientos contradictorios en el mercado cambiario, lo que produjo que la brecha entre el dólar implícito del mercado y el dólar paralelo llegara a ser del 10% en los últimos días.

Este proceso comenzó a producirse particularmente a partir de agosto. En efecto, entre enero y agosto la suba del MERVAL medido en dólares fue prácticamente nula mientras que entre agosto y octubre fue del 42%. Naturalmente, las PASO (Primarias Abiertas, Simultáneas y Obligatorias) jugaron un papel



fundamental en este recorrido alcista ya que dispararon el cambio en las expectativas que existían sobre el futuro de la Argentina.

La suba de las acciones también fue acompañada por el alza en los títulos públicos. En este caso el proceso se vio reforzado por las negociaciones entre los holdouts y los acreedores internacionales y la negociación con el CIADI que ayudó a que los bonos subieran aún más y que el riesgo país cayera por debajo de los 900 puntos.

Más allá de este optimismo, no hay que dejar de tener en cuenta un punto clave de todo este proceso: el precio relativo de los activos argentinos. En efecto, los activos locales están hoy muy baratos en relación al resto de Latinoamérica. De acuerdo a mergermarkets.com las empresas argentinas tienen una promedio valoración en operaciones de fusiones ٧ adquisiciones del orden de 5 veces EBITDA (Ganancias antes de impuestos. intereses. depreciaciones amortizaciones, por su sigla en



inglés) cuando en el resto de los países de la región el promedio se acerca a 10 veces EBITDA. Lo mismo sucede con los bonos públicos, cuyo rendimiento estuvo durante este año unos 10-12 puntos básicos (pbs) por encima del bono del tesoro americano comparable, cuando la rentabilidad promedio de los bonos latinoamericanos está en el orden de 200 puntos (rendimiento más bajo, precio más alto).

Con precios tan bajos y un mercado tan chico, las pequeñas inversiones de algunos inversores internacionales se hicieron notar. Está claro que no se trata de apuestas fuertes, sino simplemente de un posicionamiento a futuro de actores internacionales, en el que se apuesta poco, con alto riesgo, pero con el objetivo de tener una fuerte rentabilidad. La idea general en esta apuesta es que al cerrarse la posibilidad de re-reelección para la Presidente tras las PASO, en el 2015 habrá un nuevo Gobierno que deberá tener una política más pro-mercado.

Por el contrario el dólar paralelo está reflejando otra realidad completamente diferente. En primer lugar, aquellos que operan en este mercado son inversores locales, muchos de ellos empleados, pequeños ahorristas o turistas y también otros ahorristas o inversores más grandes. Pero, en general, se trata de actores locales que tienen una fuerte exposición en Argentina, ya sea porque tienen su empleo, su casa, su ahorro o su empresa aquí. Estos no están pensando en el 2015, sino que están mirando la debilidad del mercado cambiario, la inflación, las tasas de interés de los plazos fijos, las cuotas de su tarjeta de crédito, las vacaciones, etc. e intentan mantener el valor real de su ahorro.

Está claro que existe un debilitamiento macroeconómico muy importante y eso implica que los próximos dos años serán más difíciles. Sin embargo, al mismo tiempo se observa un creciente interés Argentina por parte de inversores internacionales pensando en lo que sucederá después de las elecciones del 2015 y las potencialidades que Argentina presenta en materia de energía, agro, minería, entre otros sectores.



# **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

# **Investigador Invitado**

Alberto O. Rodríguez

# **Investigadores**

Luciana Carcione Carolina Monti Ezequiel Brodschi

Reconquista 458, 8º piso - (1358) Buenos Aires - Argentina Tel: (5411) 4394-3993 - Fax: (5411) 4393-3004 E-Mail: <u>info@fundacionnorteysur.org.ar</u>

www.fundacionnorteysur.org.ar



### SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION







































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

NvS N° 001

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

NyS Nº 002

Asignaciones Familiares. 1996

NyS N° 003

China Continental: Perspectivas. 1997

NyS Nº 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 Nº 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 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

NvS Nº 012

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

NvS Nº 013

PRESUPUESTO NACIONAL: Fines, Medios y Resultados. Abril 1999

NvS 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 N° 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 N° 020

Un sistema impositivo duradero para argentina. Febrero 2001

### NyS Nº 021

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

### NyS N° 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 N° 025

Subsidio por Desempleo y Fomento del Empleo. Noviembre 2002

### NyS Nº 026

Escenarios de Renegociación de la Deuda Externa Argentina. Noviembre 2002

### NyS N° 027

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

### NvS N° 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

### NyS N° 031 a 48

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

### NvS Nº 049

Impuestos "sustentables" para la economía argentina. Julio 2009

### NyS N° 050

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Julio 2009

### NyS N° 051

Correspondencia Fiscal y Desequilibrios en Argentina. Agosto 2009

### NyS N° 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 a 66

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Septiembre a Noviembre 2010

### Dos Siglos de Economía Argentina 1810 - 2010 - Edición Bicentenario

Edición Fundación Norte y Sur - El Ateneo, Noviembre 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: Crecimiento económico con riesgos. Abril 2011

### NyS Nº 070

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en transición. Mayo 2011

### NyS Nº 071

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en transición. Junio 2011

### NyS N° 072

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Argentina ante los desequilibrios mundiales. Julio 2011

### Chaco, su historia en cifras

CFI - Gobierno de la Pcia. del Chaco - Fundación Norte y Sur, Edición Librería de la Paz, Agosto 2011

### NvS N° 073

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas del Mundo y Argentina. Agosto 2011

### NyS Nº 074

¿Es suficiente la Inversión para crecer a tasas chinas?. Septiembre 2011

### NyS Nº 075

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Los problemas de los desarrollados empiezan a golpear a los emergentes. Septiembre 2011

### NyS N° 076

La Deuda Invisible. Noviembre 2011

### NyS Nº 077

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas económicas postelectorales. Octubre 2011

### NyS Nº 078

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Un 2012 difícil a nivel mundial y local. Noviembre 2011

### NyS Nº 079

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Un 2012 con complicaciones internas y externas. Diciembre 2011

### NyS Nº 080

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La sábana se acorta y el frío lo empieza a sentir la gente. Marzo 2012

### NyS Nº 081

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La necesidad tiene cara de hereje. Abril 2012



### NyS Nº 082

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en el centro de la escena. Mayo 2012

### NyS N° 083

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reducen las alternativas. Junio 2012

### NyS Nº 084

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reflejan las inconsistencias acumuladas. Julio 2012

### NyS N° 085

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Todos priorizando el HOY. Agosto 2012

### NyS Nº 086

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: En 2013: ¿se profundizará el "modelo" o las distorsiones?. Septiembre 2012

### NyS N° 087

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: ¿Se nos cayó el mundo encima o nos tropezamos?. Octubre 2012

### NvS N° 088

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: El camino hacia la recuperación está cubierto de riesgos. Noviembre 2012

### NyS N° 089

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas para el 2013: un año con altos y bajos. Diciembre 2012

### NvS N° 090

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Mejoran las perspectivas a corto plazo. Marzo 2013

### NyS Nº 091

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía de las elecciones. Abril 2013

### NyS N° 092

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Apuntalar la economía para las elecciones. Mayo 2013

### NyS N° 093

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Al borde de la estanflación. Junio 2013

### NyS N° 094

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Escenario internacional no tan bueno. Julio 2013

### NyS N° 095

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reducen los márgenes de maniobra. Agosto 2013

### NyS Nº 096

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: El dilema argentino para el 2014. Septiembre 2013



# "BASES PARA EL LARGO PLAZO": ORDEN DE SUSCRIPCIÓN

	BA PARA EL	S	ES O PLAZ	0	Orden de Suscripció	n
Nor	mbre y ap	ellid	o:			
Dor	micilio:					
Loc	calidad:	dad: F			Provincia:C.P.:	
Tel	éfono:				Correo electrónico:	
Empresa:					_Posición:	
Per	fiodo de S 6 meses 1 año 2 años	\$ \$ \$ \$	ripciór 100 200 400	2 números 4 números 8 números	Forma de Pago:  Efectivo (en nuestras oficinas)  Cheque a la orden de Fundación Norte y Sur  Depósito o Transferencia bancaria (solicitar datos bancarios)	
Env	viar ordei	n de :	suscri	pción a:		
1	Reconquis (1358) C.A		-			
2	<b>2</b> (+5411)	4394	-3993		Fecha:/	
3	⁴ info@fu	ındaci	onnorte	ysur.org.ar		

Fundación Norte y Sur - Reconquista 458, 8º piso - (C1003ABJ) Bs As - Tel: (5411) 4394-3993 - E-Mail: info@fundacionnorteysur.org.ar