

SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA

Perspectivas económicas postelectorales

NEWSLETTER DEL MES DE OCTUBRE

Octubre 20, 2011

CONTENIDO

SITUACIÓN ECONÓMICA	2
<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&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>4</i>
<i>Confianza de los agentes económicos.....</i>	<i>4</i>
<i>Perspectivas de corto plazo</i>	<i>5</i>
ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES	7
<i>SINTESIS: Perspectivas económicas postelectorales</i>	<i>7</i>
<i>Crísis global: esta vez es diferente</i>	<i>7</i>
<i>Argentina: la presión cambiaria se trasladó al mercado financiero.....</i>	<i>10</i>
SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION	14
CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR	15

SITUACIÓN ECONÓMICA
PRODUCCIÓN Y CONSUMO

Según el IGA-OJF en septiembre, el PIB creció un 5% interanual, acumulando en lo que va del año una expansión de 5,8% anual. En línea con lo que se observó en el año, en septiembre los sectores ligados a Servicios fueron los que tuvieron una mayor participación relativa en el crecimiento interanual. Si bien en septiembre la actividad bursátil se expandió un 4,5% anual, muy por debajo del promedio de los meses previos (la media hasta agosto fue de 25,3% anual), las actividades financieras se incrementaron un 20,4% anual alcanzando, a su vez, el nivel más elevado de los últimos 9 años. Por otro lado, la producción industrial creció en septiembre un 3,7% anual según el IPI-OJF, acumulando hasta septiembre un incremento de 6% anual. Cabe destacar que en el noveno mes del año y tras arrojar tasas de crecimiento interanuales en los últimos 21 meses, el rubro Maquinaria y Equipo mermó un 3,9% anual.

Mientras que un menor ritmo de crecimiento apaciguaría la evolución del sector automotor y esto, a su vez, repercutiría sobre el conjunto de la Industria, se espera que el crecimiento económico se mantenga firme aunque con una tendencia a la desaceleración en el último trimestre del año.

INFLACIÓN Y SALARIOS

Según nuestra estimación, los precios minoristas habrían aumentado un 1,7% en septiembre, mientras que la inflación anual sería del 24%.

Durante el mes de septiembre, los rubros que registraron mayores aumentos fueron: Alimentos y Bebidas (+2,9%), Bienes y Servicios Varios (+2,8%), Equipamiento y Mantenimiento del Hogar (+1,9%) e Indumentaria (1,9%).

La dinámica de los precios del rubro de Alimentos y Bebidas registró una inflación superior a la del mes anterior (2,4%). Las causas de dicho aumento se encuentran fundamentalmente en las alzas verificadas en los rubros de Frutas, Verduras, Carnes e Infusiones. En cuanto al incremento en los precios de Bienes y Servicios Varios durante el mes en cuestión, observamos que se desprende principalmente de la suba en los Artículos y Servicios para el Cuidado Personal. Respecto de las causas que provocaron el aumento del 1,9% que evidenció el rubro Equipamiento y Mantenimiento del Hogar durante el mes de septiembre, estas se originan fundamentalmente en el hecho de que se observó un alza en el Equipamiento para el Hogar, producto de ajustes en los precios de equipos como son los de aire acondicionado, estufas o cocinas. Por su parte, el precio de la Indumentaria registró una nueva suba (1,9%) durante el mes de septiembre. El comportamiento de los precios en el rubro en cuestión es estacional y se debe al cambio de temporada.

En conclusión, la tasa de variación de los precios en términos anuales se habría conservado igual que en el mes pasado, evidenciando una tasa anual del 24%.

ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE SEPTIEMBRE
Var. % mensual e incidencia

	Estimador Inflación	
	var % mensual	Incidencia
Alimentos y bebidas	2,9%	1,03
Bienes Varios	2,8%	0,12
Indumentaria	1,9%	0,10
Equip. y Funcionamiento del Hogar	1,9%	0,11
Vivienda	1,1%	0,13
Transporte y comunicaciones	1,0%	0,14
Salud	0,2%	0,02
Esparcimiento	0,0%	0,00
Educación	0,0%	0,00
Estimación inflación SEPTIEMBRE	1,7%	1,7
INFLACIÓN ANUAL	24,0%	

Fuente: OJF & Asociados

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/10/2011)

SITUACIÓN FISCAL

La recaudación impositiva aumentó en septiembre un 33,9% contra igual mes de 2010, al sumar \$ 47.730 M. Los impuestos que más crecieron fueron Ganancias, con una mejora del 50,8%; y el denominado impuesto al cheque (Débitos y Créditos), con una suba de 41%.

Los ingresos por el IVA alcanzaron una nueva marca máxima, al sumar \$ 14.623 M, por encima del récord de agosto pasado, cuando se ubican en 13.869 M. En particular, el IVA-DGI creció el 39,1%, mientras que el IVA aduanero lo hizo en el 21,9%, a tono con un resultado más moderado en todo el tramo de los impuestos al comercio exterior. Tanto por retenciones como por aranceles, el Gobierno recaudó un 22,3% más en relación al septiembre de 2010.

No obstante las tasas de variación positivas elevadas que registra todos los meses, la recaudación impositiva está evidenciando una permanente desaceleración en términos reales. Esto pone en relieve que la dinámica inflacionaria resulta fundamental para el crecimiento de la recaudación nominal.

M&A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

La alimenticia brasilera Brasil Foods (BRF) se asoció con el grupo argentino Miguens y compró dos firmas de capitales nacionales, por US\$ 150 M. Un tercio de la empresa será del grupo Miguens y dos tercios, de BRF. A su vez, Dánica fue adquirida al empresario argentino Alfredo Boll.

Banco do Brasil elevó a 58,96% su participación en el Banco Patagonia mediante un proceso de oferta pública de adquisición de acciones (OPA). Banco do Brasil adquirió el 8% a US\$ 160 M.

El dueño del Grupo Macro y titular de Adeba, Jorge Brito, acaba de ingresar al negocio energético con la compra de una participación accionaria de 20% en Emgasud.

Cablevisión invertirá US\$ 1.200 M durante los próximos cuatro años.

Pan American Energy planea invertir por lo menos US\$ 1.000M en exploración costa afuera y de gas de esquisto en el Golfo San Jorge, Argentina.

La norteamericana Pirelli levantará una nueva fábrica de neumáticos en la Argentina, la que demandará una inversión de US\$ 500 M.

SECTOR EXTERNO

En el segundo trimestre del año, la Cuenta Corriente arrojó un superávit de US\$ 1.552 M, reduciéndose un 51% anual. A su vez, la Cuenta Capital y Financiera tuvo un resultado neto deficitario de US\$ 2.023 M, vinculado mayormente a la fuga de capitales, la cual alcanzó los US\$ 2.966 M. De este modo, la Reservas experimentaron un incremento de US\$ 397 M en el segundo trimestre del año, lo cual significó que el stock de Reservas se ubicara, a fin de junio, en los US\$ 51.427 M. Si bien se incrementó levemente con respecto al trimestre anterior, se espera que en la segunda mitad del año se contraiga y cierre el año cercano a los US\$ 46.355 M por la salida de capitales.

COMERCIO EXTERIOR. GRANDES RUBROS

Millones de dólares y variación porcentual

	Agosto			Enero-Agosto		
	2010	2011	V%A	2010	2011	V%A
Exportaciones	6.370	8.255	30%	44.471	55.594	25%
Primarios	1.844	2.288	24%	11.321	14.203	25%
MOA	2.150	2.718	26%	14.237	18.832	32%
MOI	1.970	2.726	38%	14.765	18.546	26%
Combustibles	407	523	29%	4.148	4.013	-3%
Importaciones	5.329	7.616	43%	35.250	48.497	38%
Bs.Capital	991	1.355	37%	6.983	9.430	35%
Pzas.Capital	1.163	1.477	27%	7.032	9.221	31%
Bs.Interm.	1.689	2.161	28%	11.126	14.227	28%
Combustibles	468	1.304	179%	3.224	6.865	113%
Bs.Consumo	554	751	36%	4.005	5.106	27%
Automotores	452	547	21%	2.782	3.520	27%
Resto	11	20	82%	98	127	30%
Saldo	1.041	639	-39%	9.221	7.097	-23%

Fuente: OJF & Asociados en base a INDEC

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/10/2011)

Por otro lado, en agosto, el superávit comercial resultó de US\$ 639 M, un 39% inferior al del año anterior. Mientras las exportaciones crecieron un 30% anual, las compras al exterior lo hicieron en un 43% anual. En particular, la necesidad energética a nivel doméstico y su escasez de producción se tradujeron en una compra exacerbada de Combustibles, cuyo valor importado consistió en US\$ 1.304, avanzando un 179% anual.

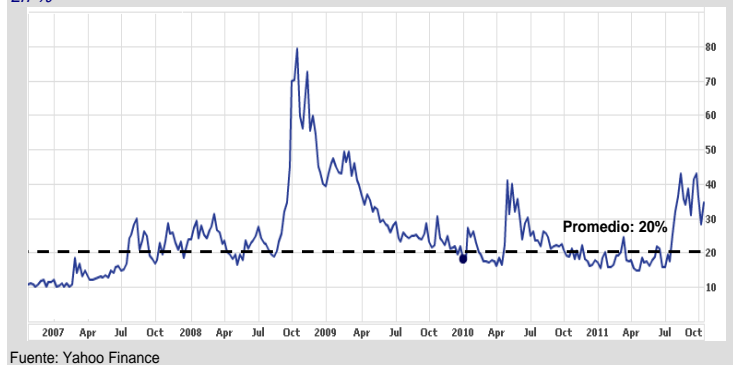
De este modo, al observar el acumulado del año, éste se ubica en US\$ 7.097 M, mermando un 23% con respecto al período equivalente de 2010.

BOLSA Y FINANZAS

La volatilidad de los mercados es alta. Tomando el índice S&P500 como base, vemos que hoy los valores casi que duplican al promedio histórico (20% de volatilidad anual). La incertidumbre en cuanto al futuro de las economías desarrolladas ha sido el eje por el cual se ha desencadenado esta nueva etapa de alta volatilidad. Viendo esto, la FED aplicará una nueva política para tratar de estimular el sector más golpeado desde 2008: la construcción. El organismo monetario ha especificado (en una operación que se ha llamado TWIST) que venderá cerca de US\$ 400.000 M de sus bonos de corto plazo para recomprar bonos de largo plazo, y así llevar a un descenso de las tasas de mayor extensión. Así, se “aplana” la expectativa de suba de tasas de largo plazo, tratando de estimular el crédito hipotecario principalmente. Habrá que ver que efecto tiene esta política en el mediano plazo sobre la economía norteamericana.

ÍNDICE DE VOLATILIDAD ANUAL DEL S&P500

En %



MONEDA

En lo que va del mes, se intentó frenar la demanda de dólares mediante subas en las tasas de interés, con el retiro de depósitos del sector público en bancos privados (la tasa BADLAR pasó de 11,4% a fin de junio a 17,75% a mediados de octubre).

Sin embargo, en el actual contexto de elevadas expectativas devaluatorias, no es posible mantener fijo el tipo de cambio y a la vez evitar la pérdida de reservas, subir la tasa de interés para frenar la salida de capitales y simultáneamente mitigar las consecuencias en la cadena de pagos y la actividad económica. En definitiva, los responsables de política económica sólo cuentan con un solo instrumento (tasa de interés) para atender varios objetivos, por lo que la política monetaria resulta insuficiente. Asimismo, el sector privado convalida un tipo de cambio de hasta \$/US\$ 4,80 inclusive para fugar capitales mediante operaciones de “contado con liquidación” o dólares “blue” dado que espera un encarecimiento del dólar y mayores controles de cambios para después de las elecciones.

CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

En septiembre, las expectativas de inflación se incrementaron, según el relevamiento de la Universidad Torcuato Di Tella, en 5,1 pp. mensuales en Capital Federal, ubicándose en 30,4%. No obstante, al considerar el promedio nacional, las expectativas resultaron de 29,1% para los próximos 12 meses.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/10/2011)

En relación a la confianza de los consumidores, según la misma Universidad, en septiembre la misma se incrementó en 1,85 pp. con respecto a agosto. No obstante, la percepción de la situación macroeconómica se contrajo en 1,78 pp. en la comparación mensual. A su vez, la confianza en el gobierno en septiembre resultó un 13% superior a la vigente a fin de año

PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

La actual crisis económica es parte de un proceso estructural heredado de los desequilibrios observados desde hace tiempo y esta tomando un carácter globalizado y diferente de las anteriores recesiones (donde las políticas monetarias y fiscales ayudaron a crecer a las economías). Hoy en día, tanto las políticas fiscales como monetarias han tratado de paliar la desaceleración de los sectores claves pro cíclicos en la economía, como Construcción e Industria, en los países Desarrollados. Sin embargo, su efectividad ha sido baja puesto que los niveles de endeudamiento privado continúan altos, además de que la posibilidad de una licuación vía aumento de precios queda vedada (dado que el mercado de productos industriales se está acotando). En este contexto, los países Emergentes están ante la problemática de crecer en un mercado industrial limitado y la economía enfocada hacia activos con valor más volátil.

En el plano local, los agentes económicos parecen descontar un mayor tipo de cambio en el futuro. Aún, con la fuerte operación del BCRA en el mercado spot como en el de futuros, y la caída en las Reservas Internacionales observada, la presión continúa. Es por ello que se intentó también frenar la demanda de dólares provocando un aumento en las tasas de interés. No obstante, con el aumento del costo del dinero en más de 6 bp en lo que va del mes, se podría empezar a provocar consecuencias negativas sobre la cadena de pagos.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/10/2011)
PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

VARIABLE	Unidad de Medida	Ultimo Dato		Variaciones ¹		
		Mes	Nivel	Mensual	Anual	Acumulada
Producción y Empleo						
Indice General de Actividad (IGA OJF)	1993=100	Sep 11	176,2	0,5% ²	5,0%	5,8%
Indice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	Sep 11	189,1	0,2% ²	3,7%	6,0%
Indice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	Ago 11	167,8	6,3% ²	9,0%	13,9%
Indicador Sintético de la Construcción (ISAC)	1993=100	Ago 11	190,5	9,2% ²	11,5%	12,4%
Ventas Reales en Supermercados	\$ M	Ago 11	2.221,0	-4,5%	15,9%	15,1%
Ventas Reales en Centros de Compra	\$ M	Ago 11	341,3	0,6% ²	10,2%	9,6%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	II 11	7,3	-0,1 ⁹	-0,6	
Precios						
Indice de Precios al Consumidor	Abr-08=100	Sep 11	278	0,8%	9,9%	7,3%
Indice de Precios Mayoristas (IPIM)	1993=100	Sep 11	491	0,9%	12,6%	9,5%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) ⁴	\$ / US\$	Sep 11	4,24	1,0%	6,7%	5,8%
Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted *	1980/90=100	Ago 11	305	-0,3%	10,8%	7,7%
Situación Fiscal						
Recaudación Tributaria	\$ M	Sep 11	47.730	2,0%	33,9%	32,5%
Gasto de Capital ⁷	\$ M	Ago 11	5.602	-472	2.075	7.245
Gasto Primario ⁷	\$ M	Ago 11	35.935	-3.013	10.519	68.112
Resultado Primario	\$ M	Ago 11	432	44	-2.290	-6.012
Pago de Intereses	\$ M	Ago 11	1.446	862	999	2.514
Resultado Financiero	\$ M	Ago 11	-1.014	-818	-3.289	-8.526
Sector Externo						
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	Ago 11	8.255	12,8%	29,6%	25,0%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	Ago 11	7.616	14,6%	42,9%	37,6%
Saldo Comercial	US\$ M	Ago 11	639	-33	-403	-2.124
Moneda y Bancos						
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 7 Oct	48.235	3,7%	10,9%	6,5% ³
Base Monetaria ⁵	\$ M	Al 7 Oct	193.640	5,4%	32,1%	9,6% ³
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 7 Oct	298.523	5,7%	34,9%	46,7% ³
Depósitos Privados	\$ M	Al 7 Oct	314.735	1,6%	24,9%	12,3%
Préstamos al Sector Privado no Financiero ⁶	\$ M	Al 7 Oct	261.506	1,6%	53,1%	36,0% ³
Tasa Prime 1a línea \$ - 30 días TNA	%	Al 18 Oct	17,27	2,17	15,16	11,53 ³
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 18 Oct	13,06	69,89	251,14	193,09 ³
Bolsa y Finanzas						
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos Básicos	Al 19 Oct	876	-91	353	296
Merval en dólares	Puntos	Al 19 Oct	646	7,9%	-15,0%	-19,6%
Merval en pesos	Puntos	Al 19 Oct	2.735	8,6%	-9,1%	-16,5%
Índices de Confianza						
Confianza del Consumidor (Universidad Di Tella) ⁸	Indice	Mid Sep11	59,3	3,2%	21,5%	
Confianza del Consumidor (Fundación Mercado)	%	Mid Sep11	28,7%	0,6%	1,5%	

* Ajustado por principales precios de exportación e importación

1: Las variaciones que no son porcentuales son absolutas

2: Variación desestacionalizada

3: Variación versus diciembre 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

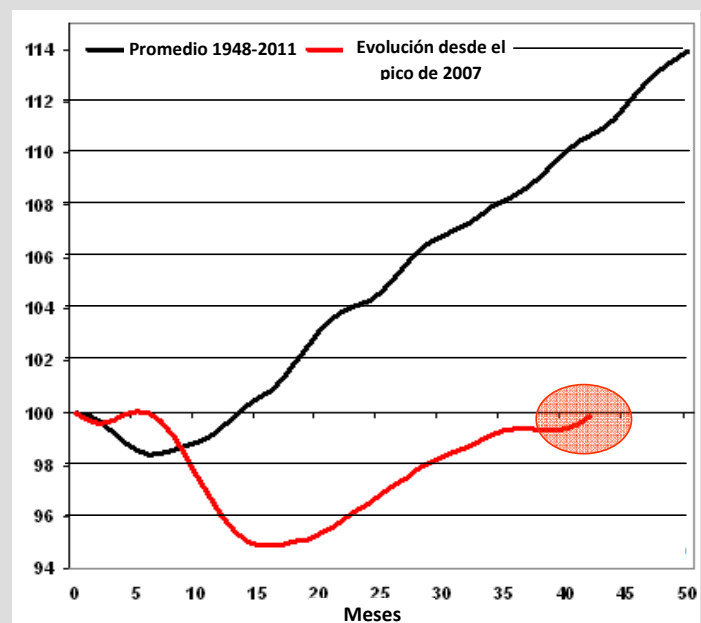
ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES
SINTESIS: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS POSTELECTORALES

La actual crisis económica es parte de un proceso estructural heredado de los desequilibrios observados desde hace tiempo y está tomando un carácter globalizado y distinto al de las anteriores recesiones (donde las políticas monetaria y fiscal ayudaron a crecer a las economías). Hoy en día, estas políticas han tratado de paliar la desaceleración de los sectores claves pro-cíclicos en la economía, como Construcción e Industria, en los países Desarrollados. Sin embargo, su efectividad ha sido baja, puesto que los niveles de endeudamiento privado continúan altos, además de que la posibilidad de una licuación vía aumento de precios queda vedada (dado que el mercado de productos industriales se está acotando). En este contexto, los países Emergentes están ante la problemática de crecer en un mercado industrial limitado y con la economía enfocada hacia activos con valor más volátil (productos primarios).

En el plano local, la presión sobre el tipo de cambio se intensificó en el 2011, particularmente desde agosto, aumentando fuertemente la demanda de dólares (en torno a los US\$ 3.700 M en agosto y septiembre). Los agentes económicos parecen descontar un mayor tipo de cambio en el futuro. Aún con la fuerte operación del BCRA tanto en el mercado spot como en el de futuros, y con la caída observada en las Reservas Internacionales, la presión continúa. Es por ello que se intentó también frenar la demanda de dólares provocando un aumento en las tasas de interés, mediante el retiro de depósitos del sector público en bancos privados. Sin embargo esto no sólo no frenó la demanda de dólares sino que generó una fuerte tensión financiera debido al fuerte aumento en las tasas (la tasa BADLAR pasó de 11,4% a fin de junio a 17,75% a mediados de octubre), comenzando a provocar consecuencias en la cadena de pagos.

CRISIS GLOBAL: ESTA VEZ ES DIFERENTE

Como venimos mencionando en los últimos informes, **la actual crisis económica es parte de un proceso estructural heredado de los desequilibrios observados desde hace tiempo y esta tomando un carácter globalizado y distinto al de las anteriores recesiones (donde las políticas monetaria y fiscal ayudaron a crecer a las economías)**. Hoy en día, estas políticas han tratado de paliar la desaceleración de los sectores claves pro cíclicos en la economía, como Construcción e Industria, en los países Desarrollados. Sin embargo, su efectividad ha sido baja puesto que los niveles de endeudamiento privado continúan altos, además de que la posibilidad de una licuación vía aumento de precios queda vedada (dado que el mercado de productos industriales se está acotando). En este contexto, **los países Emergentes**

EE.UU.: RECUPERACIÓN DEL PIB LUEGO DE CADA CRISIS
Pico anterior a cada crisis en índice =100


Fuente: OJF & Asociados en base a PFS Group

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/10/2011)

están ante la problemática de crecer en un mercado industrial limitado y con la economía enfocada hacia activos con valor más volátil (productos primarios).

FUNDAMENTALS POR REGIONES

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011p	Promedio 01-11
Países Desarrollados								
Crecimiento, en %	2,66	3,06	2,76	0,09	-3,72	3,07	1,61	1,61
Res. Fiscal, en % del PIB	-2,44	-1,40	-1,13	-3,39	-8,68	-7,45	-6,47	-3,95
Cuenta Corriente, en % del PIB	-1,18	-1,24	-0,86	-1,17	-0,18	-0,22	-0,29	-0,75
Países Emergentes								
Crecimiento, en %	7,28	8,24	8,87	6,03	2,80	7,33	6,40	6,28
Res. Fiscal, en % del PIB	0,68	1,52	1,25	0,98	-4,07	-2,87	-1,85	-1,32
Cuenta Corriente, en % del PIB	3,76	4,98	3,98	3,56	1,59	1,96	2,37	2,58

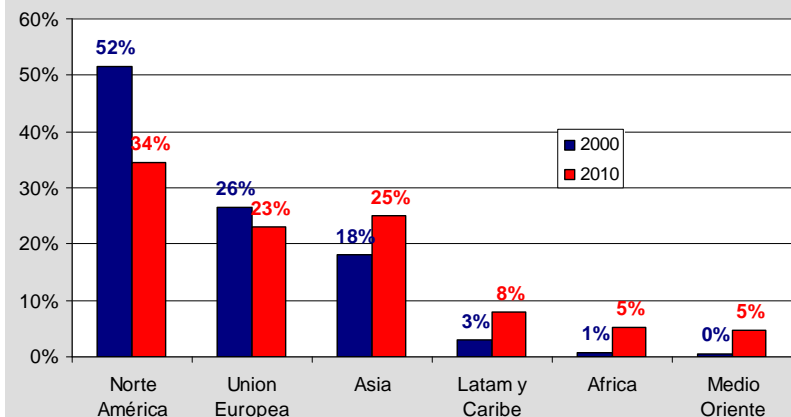
Fuente: OJF & Asociados en base a datos del WEO del FMI

Como podemos apreciar en el cuadro superior, la situación en que están inmersos los países Desarrollados no es causa de los últimos 3 años y efecto de la crisis sub prime (aunque esta la haya reforzado), sino de las políticas llevadas a cabo en un proceso más largo que se observa desde comienzos del siglo XXI. La razón de que la deuda de los principales países Desarrollados ronde el 100% del PIB, incluso más en algunos países, radica en que **el Gasto Público ha superado de manera significativa e ininterrumpida a los Ingresos Fiscales en casi 4 puntos del PIB desde el año 2001**. En suma, desde el año 1994, con la irrupción de China "inundando" a los mercados con manufacturas baratas bajo la devaluación del Yuan en casi un 50% (pasó de Y/US\$ 5,82 a Y/US\$ 8,72, hoy rodando cerca de Y/US\$ 7), las economías Desarrolladas han presentado, salvo excepciones por diferencia de productividad (caso Alemania), un resultado de cuenta corriente deficitario y cercano al 0,7% del PIB. Así, la realidad es **que la toma de deuda por parte de estos países ha sido efecto y no causa de los desequilibrios actuales, aunque ha tendido a magnificarlos**. Como vemos, con un crecimiento del 1,64% en promedio desde el 2001, con un incremento del déficit fiscal de 4% del PIB y un resultado comercial deficitario en torno al 0,7%, **la brecha que ha tenido que cubrir la toma de deuda por parte de los países Desarrollados ha rondado en casi 3 puntos del PIB anual**.

En cambio los países Emergentes, aunque han tenido que vivir con déficits fiscales luego de la crisis (como consecuencia del aumento del Gasto Público para tratar de paliar los efectos de la caída de la demanda), promediando cerca de un 1,3% desde 2001, han tenido un desempeño notable en cuanto a la cuenta corriente. **El resultado comercial ha estado en torno a los 2,5 puntos del PIB, lo cual ha permitido hacer frente al déficit del sector público**. De ahí que el crecimiento haya rondado el 6% anual en la última década. Bajo esta realidad, y con la irrupción de China y los demás BRIC's al mercado mundial, el tamaño de

TAMAÑO DEL MERCADO

En % del mundo



Fuente: OJF & Asociados en base a datos del Banco Mundial

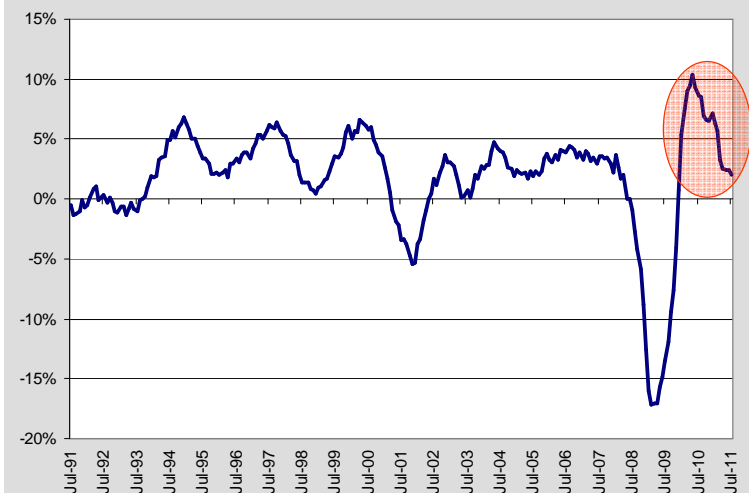
SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/10/2011)

mercado de los Emergentes pasó del 25% en el año 2000 al 33% en el 2010 (tomando el mercado de capitales como "Proxy" del mercado total). Aunque este aumento es significativo, **todavía no podemos caracterizar a este fenómeno como un "decoupling" de las economías Emergentes de los mercados Desarrollados**. De hecho desde hace tiempo se han visto ciertas tensiones ligadas al tamaño del mercado, principalmente en el efecto sobre los términos de intercambio, que ha sido el motor del crecimiento en estos países. Según proyecciones del FMI, en promedio, el precio de las exportaciones de los países Emergentes frente a las importaciones bajaría cerca de un 3% (o inclusive más) en los próximos 5 años, producto de que la demanda en dichos países estaría ya "saciada" y a que la misma en los países Desarrollados está en un menor nivel o estancada.

Esta es la situación que están viendo los policy makers de los países Desarrollados. Según el índice que elabora la OCDE, **la variación anual de la producción mundial se encuentra en descenso**. Desde 2010, el crecimiento industrial ha pasado de un promedio del 8% anual a cerca del 4% en 2011, esto, a pesar de que las tasas de interés se encuentran en los mínimos históricos y la oferta de dinero tanto en Europa como en EE.UU. ha crecido cerca de un 50% desde 2007.

PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE LOS PAÍSES DE LA OCDE

Var. A. en %



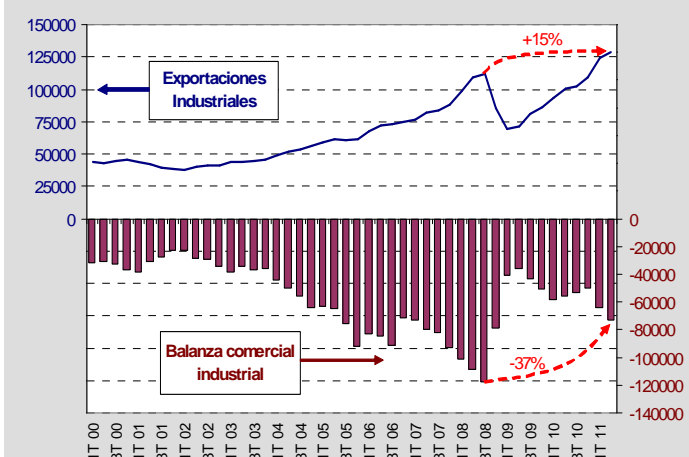
Fuente: OJF & Asociados en base a datos de la OECD

La razón se encuentra en que, con el objetivo de bajar el nivel de endeudamiento (política también aplicada por la empresas, principalmente para aumentar la productividad) y de gasto tanto en EE.UU. como en Europa **se han "expulsado" del sistema un número significativo de personas** (principalmente en sectores que generan retornos de largo plazo en la economía, no en servicios que se consumen de manera más inmediata). En Europa, la cantidad de empleados ha descendido de 149 millones en 2007 a cerca de 146 millones en la actualidad. No solo esto insuere un costo mayor en términos de seguros de desempleo para los Estados, sino que implica un descenso en la recaudación y el consumo. En EE.UU. la situación es similar, aunque con la flexibilidad laboral que existe en el país del norte y su tamaño, esto implicó un número mayor de personas. Desde 2007 hasta la actualidad la cantidad de personas "out of the system" ronda los 6 millones, en su mayoría de empleos con retornos importantes para la economía.

Es por ello que, a pesar de que el dólar se encuentre en sus mínimos históricos frente a las principales monedas, **las exportaciones industriales solo se han recuperado un 15% desde la crisis sub prime**, mientras que la balanza comercial

EXPORTACIONES INDUSTRIALES Y BALANZA INDUSTRIAL DE EE.UU.

millones de dólares



Fuente: OJF & Asociados en base al BEA

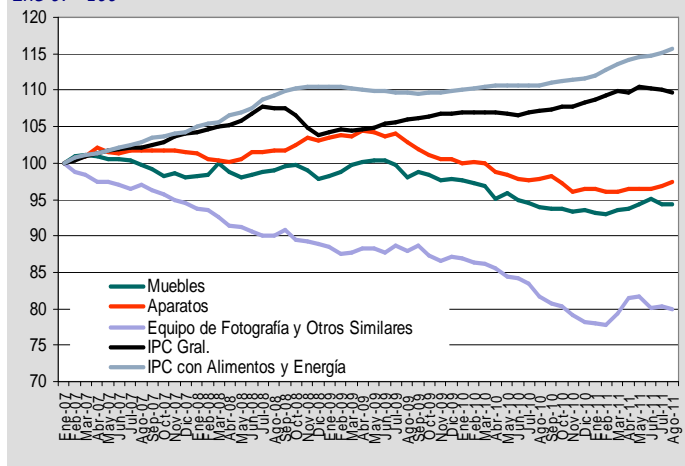
SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/10/2011)

lo ha hecho un 37%. El consumo de bienes industriales depende del nivel de ingreso y del tamaño del mercado, ambas variables que han caído (principalmente el tamaño del mercado). Esta es la situación en que están inmersos los países Desarrollados. **La oferta monetaria y el incremento del gasto se encuentran en niveles record, no obstante esto no ha llegado a los sectores clave de la economía. Por esta razón, esta crisis es diferente a las anteriores.** Tanto la política fiscal como la monetaria se han mostrado inefectivas para hacer frente a la recuperación del empleo y la actividad de manera sostenida. Sumado a que la globalización en los mercados financieros y de bienes de la última década ha llevado a una mayor vulnerabilidad de la mayor parte de las economías importantes del mundo.

Adicionalmente, mientras la alta emisión monetaria ha llevado a un aumento de las commodities a nivel global, esto no se ha trasladado a los bienes industriales. Como dijimos, la demanda de estos bienes esta acotada por el tamaño del mercado. Con el aumento del desempleo en los países Desarrollados y el estancamiento de la actividad, dichos mercados demandan una menor cantidad de bienes industriales, de ahí que los precios de Aparatos, Muebles y otros similares se encuentren estancados o en niveles inferiores a los observados previo a la crisis sub prime. Además, los mercados Emergentes no tienen la capacidad ni el tamaño para absorber este volumen de bienes. De ahí que sus precios no hayan crecido o hayan descendido. El efecto que esto tiene es que la inflación en los países Desarrollados (principales consumidores de bienes industriales) sea baja, en torno al 4% anual. Según el FMI esta tendencia seguirá en los próximos años, a menos que la demanda se recupere. De esta manera, **la carga de la deuda real** (descontando la inflación) **no desciende vía mayor emisión monetaria**, como en los años 70´.

PRECIOS AL CONSUMIDOR EN EE.UU.

Ene-07=100



Es por esta razón que los países Desarrollados se encuentran en una encrucijada de la cual es difícil salir y por la cual se espera que genere más tensiones (por ejemplo revaloratorias) entre dichos países y las naciones Emergentes. En este contexto, estas últimas se ven en un grave problema, debido al acotamiento del mercado. **Sin la capacidad de absorción de bienes industriales por parte de los países Desarrollados, el crecimiento se verá limitado a sectores mas volátiles como aquellos ligados a bienes primarios.** Así, es probable que esta crisis, en su carácter de global, traslade la recesión en los países Avanzados a las economías Emergentes.

ARGENTINA: LA PRESIÓN CAMBIARIA SE TRASLADÓ AL MERCADO FINANCIERO

La presión sobre el tipo de cambio se intensificó en el 2011, particularmente desde agosto, aumentando fuertemente la demanda de dólares (en torno a los US\$ 3.700 M en agosto y septiembre). Los agentes económicos parecen descontar un mayor tipo de cambio en el futuro. Aún, con la fuerte operación del BCRA, tanto en el mercado spot como en el de futuros, y con la caída observada en las Reservas Internacionales, la presión continúa. Es por ello que se intentó también frenar la demanda de dólares provocando un aumento en las tasas de interés, mediante el retiro de depósitos del sector público en bancos privados. Sin embargo esto no sólo no frenó la demanda de dólares sino que generó una fuerte tensión financiera debido al fuerte aumento en las tasas de interés (la tasa BADLAR pasó de 11,4% a fin de junio a 17,75% a mediados de octubre), comenzando a provocar consecuencias en la cadena de pagos.

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/10/2011)

En síntesis, **en un contexto de expectativas devaluatorias altas como el actual, no se puede tener tipo de cambio fijo y a la vez evitar la pérdida de reservas, subir la tasa de interés para frenar la corrida cambiaria y a la vez evitar las consecuencias en la cadena de pagos y la actividad económica.** En definitiva, los responsables de política económica están sufriendo el síndrome de "sábana corta", por no solucionar los desequilibrios de manera consistente. Cabe preguntarse entonces como será este escenario tras el proceso electoral del domingo 23 de octubre y la reelección del actual gobierno.

En agosto la demanda de dólares se aceleró alcanzando los US\$ 3.761 M. En septiembre la misma se mantuvo elevada, alcanzando los US\$ 3.724 M. Esto se dio en un contexto de tipo de cambio prácticamente fijo (terminó agosto en 4,2025 \$/US\$ y septiembre en 4,2075 \$/US\$), intensificando la pérdida de Reservas Internacionales. Así, sólo en septiembre las Reservas Internacionales se redujeron en US\$ 1.500 M. Cabe destacar adicionalmente que la caída habría sido aún mayor si no hubiera sido por los casi US\$ 1.500 M de préstamos adicionales que se tomaron en Bancos Centrales Europeos.

Es decir, mantener el tipo de cambio fijo en septiembre costó US\$ 3.000 M de pérdida de reservas internacionales.

Esto además se logró mediante la fuerte intervención del BCRA en el mercado de futuros, con el fin de estabilizar el precio spot. Sin embargo, si bien esto da resultado en ciertos momentos de fuerte presión cambiaria porque se incentiva a vender dólares en el mercado spot, comprar en el mercado de futuros garantizando precio, colocando los pesos obtenidos por la venta de dólares a plazo fijo, no elimina la tensión cambiaria. Esta operatoria sólo le da la posibilidad a algunos agentes a participar de la "bicicleta financiera" pero no necesariamente reduce las expectativas devaluatorias. Por lo tanto, si estas no se reducen, sólo le da ganancia a ciertos agentes, pero no es sostenible en un período prolongado.

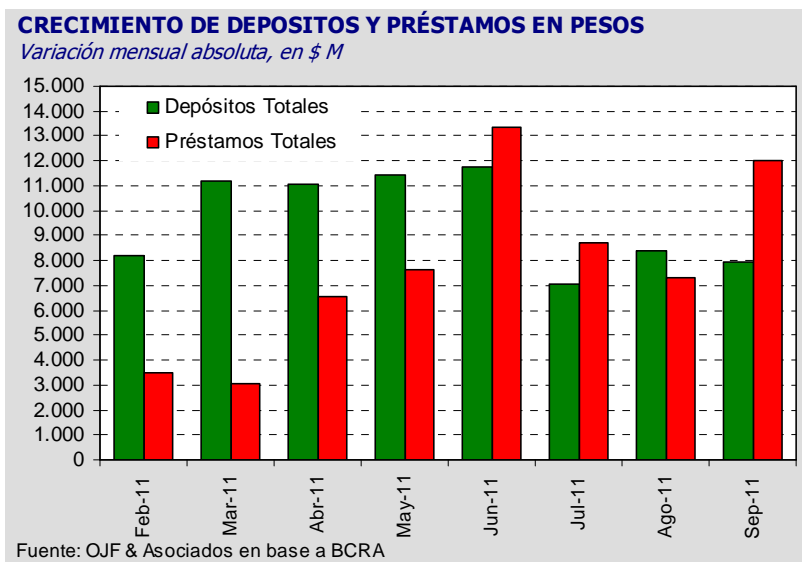
Es por ello que, con el fin de evitar que el exceso de liquidez continúe financiando la corrida cambiaria, se convalidó cierto aumento en las tasas de interés.

Así, se buscó incentivar la colocación de depósitos, al tiempo que al encarecerse el dinero deberían tomarse menos préstamos. Esto evitaría que se financie con crédito la compra de dólares e incluso que algunos agentes se vean obligados a vender sus dólares. Sin embargo, esto no parece estar sucediendo, producto de las elevadas expectativas devaluatorias.

Así, la tasa de interés BADLAR pasó de 11,4% a fin de junio a 17,75% a mediados de octubre. Este incremento también se evidenció en la tasa CALL que pasó de 13,7% anual a fin de septiembre a 23,50% anual el 14 de octubre.

Esta escalada en las tasas de interés empieza a provocar problemas en la cadena de pagos, porque se dificultó el acceso al crédito de las grandes empresas que, de pagar 13% a mediados de septiembre, están pagando 20/21% anual en mediados de octubre.

Este aumento en las tasas de interés fue convalidado e incluso provocado en parte por el retiro de depósitos de la



SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/10/2011)

ANSES de los Bancos Privados. Esto se sumó a la tendencia de los últimos meses de una expansión de los depósitos por debajo de la de los préstamos.

En el gráfico anterior se observa como en junio, julio y septiembre los préstamos aumentaron más que los depósitos. En septiembre en particular, por cada \$1.000 depositados se prestaron \$1.500.

Así, con el fin de frenar esta tendencia los bancos elevaron la tasa de interés, buscando mayores depósitos. Sin embargo, este incremento en las tasas comenzó a repercutir en la cadena de pagos de un mercado que hasta hace dos meses estaba acostumbrado a operar con tasas de interés reales negativas y elevado acceso al financiamiento.

Cabe preguntarse entonces, cuál será el camino a seguir luego del proceso electoral del próximo domingo, ya que las respuestas de política económica que se demandan deberán llegar del gobierno actual, que será reelegido. **La dinámica de los últimos meses evidenció que no es posible atacar los problemas con medidas de muy corto plazo y parciales, que generan velozmente mayores tensiones incluso donde no las había.**

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: info@fundacionnorteysur.org.ar

www.fundacionnorteysur.org.ar

SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION



PETROBRAS

BANCO COMAFI 

GRIMOLDI



ROGGIO



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

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/10/2011)

NyS N° 019

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

NyS N° 020

Un sistema impositivo duradero para argentina. Febrero 2001

NyS N° 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 N° 023

Distribución del ingreso en la última década. Noviembre 2001

NyS N° 024

ARGENTINA: Visión de País y Diagnóstico. Febrero 2002

NyS N° 025

Subsidio por Desempleo y Fomento del Empleo. Noviembre 2002

NyS N° 026

Escenarios de Renegociación de la Deuda Externa Argentina. Noviembre 2002

NyS N° 027

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

NyS N° 028

La política económica del Mercosur. Julio 2003

NyS N° 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 N° 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

NyS N° 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

SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (20/10/2011)

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 Nº 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

NyS Nº 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 Nº 076

La Deuda Invisible. Octubre 2011

NyS Nº 077

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