



UCA - PAC
Programa de Análisis de Coyuntura Económica

Informe mensual de coyuntura económica
Setiembre 2004

Año 3 – Número 9
29 de octubre de 2004

Indice

Editorial	2
▶ Cómo sigue el crecimiento de la economía	2
 Las claves del mes	 4
▶ Sector fiscal: desempeño fiscal ante el cierre de la deuda.....	4
▶ Sector Real: Mayor actividad pero crece lento el empleo	7
▶ Sector Monetario: Hacia una tasa de interés de referencia.....	9
▶ Sector Externo: cae el saldo comercial.....	10
▶ ¿Cómo evolucionará la economía de USA tras los comicios?.....	11
▶ China sorprende bajando las tasas de interés para enfriar la economía..	12
▶ Brasil con crecimiento importante, y Uruguay ante cambio de gobierno .	13
 Columnas de Actualidad	 15
▶ Dilemas de política monetaria y cambiaria para 2005.....	15
▶ Pesificación e independencia del Banco Central	17
▶ Crédito e Inversión Post-devaluación.....	19
 Estadísticas Económicas	 21
 Actividades de la Facultad de Ciencias Sociales y Económicas	 22

Informe Mensual

Consejo Consultor:
 Dr. Ludovico Videla
 Dr. J.M. Dagnino Pastore
 Lic. Javier González Fraga

Coordinadores Responsables:
 Lic. Ernesto O'Connor
 Lic. Marcelo Resico

Economistas:
 Lic. Facundo Etchebehere
 Lic. Rodrigo Pérez Graziano

Asistentes:
 Osvaldo Cado
 Andrea Conforti
 Sofia Texier

Email: pac@uca.edu.ar
Tel.: 4338-0834

Editorial

Cómo sigue el crecimiento de la economía

La marcha de la economía sigue sorprendiendo. El REM del BCRA (consensos de mercado) sigue ajustado hacia arriba la tasa de crecimiento de 2004, mientras que Economía habla de 7% y el BCRA sigue, pese al cambio de autoridades, en el 8%. Esto impulsa el arrastre estadístico para el año próximo, en un piso de 2.3%, según nuestras estimaciones. Así, en 2005 la economía crecería en torno al 6% anual. Esta sería una muy buena tasa, dejando ya atrás el proceso de "catching-up" de 2003-2004, y permitiendo a mediados de 2005 superar los niveles de producto de 1998. Claro que a nivel sectorial la lectura es diferente, pues se puede hablar de crecimiento genuino en varios sectores exportadores y sustitutos de importaciones por lo menos desde 2003.

Más allá de las declaraciones de algunos de los actores (gobierno, FMI, Comités de Acreedores, etc.), los mercados descuentan un acuerdo por la deuda en default. La sostenida suba de los bonos performing en el último mes así lo atestigua. Los trascendidos en torno a una oferta en efectivo por los intereses devengados en default son cada vez más firmes. Por su parte, el fallo de la Corte Suprema a favor de la pesificación es definitivamente funcional a las expectativas de acuerdo por la deuda, legalizando lo que en la práctica ya había ocurrido por casi tres años, si bien abre interrogantes sobre todo en torno a la actitud de los bancos ante amparos de monto significativo.

Bajo esta hipótesis de acuerdo por la deuda, las expectativas para 2005 son favorables. Para interpretar el proceso de crecimiento, el tipo de cambio real sigue siendo la variable clave. Luego de la corrección de precios relativos que se generara desde fines de 2002, cuando el dólar comenzó a estabilizarse, es notable la persistencia del tipo de cambio nominal en torno a los \$ 3 por casi dos años, desde marzo de 2003, pese a las expectativas de apreciación del mercado. La relativamente baja inflación minorista medida por el INDEC hasta la fecha, de 54%, arroja un "passing through" de apenas 27% a tres años de la devaluación, y un tipo de cambio real en el orden de \$ 2.00.-

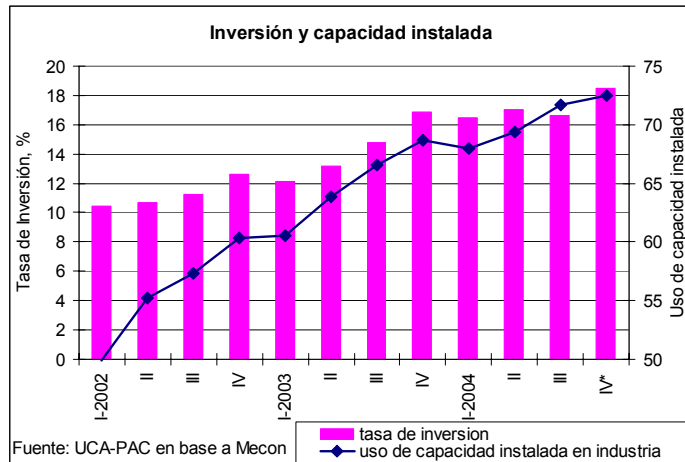
El cierre de la deuda traerá aparejada la cuestión de la normalización financiera con el exterior, hecho positivo, que, sin embargo, tiene asociado el retorno de los capitales extranjeros. Este sería el factor novedoso en el mercado cambiario, y naturalmente debería empujar el tipo de cambio hacia la apreciación. Al respecto, ya se observa en los últimos días mayor movimiento en la plaza, que se podría atribuir al retorno de las AFJP en el mercado local luego del acuerdo por la reestructuración de la deuda.

Si Economía plantea un esquema de control de capitales –como Chile durante largos años-, el tipo de cambio nominal se mantendría en los niveles actuales. La mayor oferta de divisas por una entrada de capitales, sobre todo asociada a Inversión Extranjera Directa que ha sido postergada en los últimos años- será compensada por las cancelaciones de servicios de deuda pública y sobre todo corporativa con el exterior, que se normalizarán ante el fin del default público. El alto saldo comercial será reducido por las mayores importaciones derivadas del mayor proceso de crecimiento. Con lo cual, el rol del BCRA deberá seguir siendo el de fuerte comprador en el mercado de divisas.

Sin embargo, el impulso de la actividad y en especial las crecientes dificultades para expandir aún más la Base Monetaria, unida a algunos cuellos de botella en

sectores en los que la capacidad ociosa es limitada puede generar algunas tensiones inflacionarias, por lo que habrá que seguir con detenimiento la evolución de los índices de precios.

¿Cómo sigue el proceso de crecimiento? La tasa de inversión sería de 18.2% en 2004, como se observa en el gráfico. ¿Podrá repetir la tendencia mostrada en los dos últimos años? Al respecto, el uso de la capacidad instalada promedio de la industria se aproxima a sus topes, habiéndolo logrado en industrias como la siderurgia y refinación de petróleo.



En 2005 ya regirá la nueva ley de promoción de inversiones para la compra de bienes de capital y para obras de infraestructura, que prevé beneficios fiscales para proyectos industriales por un valor de \$ 1.200 millones. Como los beneficios equivaldrían al 20% del valor total promedio de los proyectos, se piensa en un incremento de la inversión del orden de \$ 6.000 millones. De concertarse la mitad de los proyectos, significaría un alza del orden del 3.5% anual para la inversión bruta interna fija. Además, en un escenario de menor incertidumbre por acuerdo por la deuda, es de esperar que los procesos de inversión en los servicios públicos se vayan normalizando, junto a la recomposición de las tarifas.

La persistencia de un superávit primario genuino post-default será entonces un tema central. Están dadas las condiciones para que el superávit siga (alta recaudación y gasto primario rezagado). Esto, junto a una inflación esperada no mayor al 8% anual, pondrá un techo no muy lejano de los niveles actuales a la tasa de interés. El BCRA, con su nueva conducción, ha incrementado las compras de dólares diarias, y ha bajado aún más las tasas de las Lebac. La idea parece apuntar a desincentivar el atractivo de la inversión financiera, y transmitir la señal de un tipo de cambio estable.

Esto es relevante para que las decisiones de inversión ganen confianza. Además, ese tipo de cambio sigue haciendo más atractiva la inversión en transables que en no transables, en un esquema más consistente con el equilibrio externo de largo plazo del país, ante un escenario de comienzo de pago de intereses post-default en mínimos anuales que serán superiores a \$10.000 millones. En este sentido, la industria metalmecánica aún opera con una capacidad del 63% y tiene margen, pero la persistente suba de importaciones de bienes de capital refleja el riesgo-inversión frente a la posibilidad de importar.

De esta manera, con dólar estable y tasas bajas, y siempre y cuando el retorno de la Argentina a los mercados voluntarios de deuda sea muy moderado para no afectar la dinámica de la deuda- y luego de dos años intensos en inversión en construcción residencial y en gasto en bienes durables- como los automotores-, la alta liquidez debería tarde o temprano destinarse a nueva inversión, que a su vez apuntale la creación de mayor empleo. En nuestra visión, el proceso de crecimiento sigue.

[Volver al Índice](#)

Las claves del mes

Sector fiscal: desempeño fiscal ante el cierre de la deuda

Todos los caminos parecen conducir a un acuerdo por la deuda en default. El gobierno se muestra prudente ante las posibilidades de cerrar un acuerdo con buena parte de los tenedores de deuda en default. Luego de la aceptación de la reestructuración de la deuda por parte de las AFJP, Economía estudia la manera de minimizar el impacto del canje sobre la rentabilidad de los fondos. Asimismo, siguen los trascendidos en torno a diferentes variantes para atraer a inversores individuales, sea con la oferta del bono Par, sea con reconocimientos en efectivo por ingresar primeramente. Se busca, obviamente, un piso de adhesión del orden del 70%.

Más allá de esperables juegos de palabras entre la Argentina y del FMI, los mercados viene anticipando el arreglo: los bonos performing han mejorado notoriamente su valor de mercado, anticipando que no habrá problemas con su renovación en lo inmediato, y previendo buenas noticias, aún con prudencia, acerca del canje de deuda. Las buenas expectativas comienzan a atraer capitales externos, que buscan preferentemente papeles en pesos postdefault. Así, el BODEN 2012 acumula una suba del 19% anual contra diciembre.

En tanto, el sector fiscal arroja resultados favorables: alta recaudación y gasto contenido. Los datos de recaudación lucieron altamente positivos en forma consistente durante todo 2004. Con la última información referida a septiembre ya puede tenerse un panorama más completo de cómo cerrarán los ingresos públicos en 2004, que hasta el momento ascienden a \$74.145 millones, y de cómo estos números pueden contrastarse con los pronosticados en el Presupuesto 2005.

En este mes la recaudación total llegó a \$7.975 millones, sin poder superar el piso de \$8.000 millones de los meses previos, debido a la caída del orden de 5.8% mensual. De todas formas, sigue manteniéndose la performance en términos interanuales, en septiembre con un alza de 30.4%. La baja del IVA del 3.8 % en la comparación mensual fue determinante. Se destacó, de todos modos, la Seguridad Social, con alzas del 20% mensual, por efecto de las subas salariales, siendo prematuro afirmar fuertes alzas del empleo formal, como se sostiene desde el oficialismo.

Presupuesto 2005

Sector Público Nacional: Recaudación Tributaria

Impuesto	Millones de \$		Var % anual
	2004*	2005**	
Ganancias	20,894	22,740	8.8
Bienes Personales	1,740	1,864	7.2
IVA Neto de Reembolsos	28,801	32,412	12.5
Impuestos Internos	2,946	3,537	20.1
Ganancia Mínima Presunta	1,235	945	-23.5
Derechos de Importación	3,064	3,460	12.9
Derechos de Exportación	10,335	11,552	11.8
Tasa de Estadística	92	104	12.7
Combustibles Naftas	1,664	1,697	2.0
Combustibles Otros	1,641	1,705	3.9
Radiodifusión	107	120	12.4
Monotributo Impositivo	489	708	44.8
Energía Eléctrica	238	250	5.3
Adicional Cigarrillos	337	413	22.5
Créd. y Débitos Bancarios	7,648	8,707	13.8
Otros Impuestos	455	437	-4.0
Subtotal Tributarios	81,683	90,650	11.0
Contribuciones Seg. Social	14,448	16,256	12.5
Total	96,131	106,906	11.2

Fuente: Presupuesto Nacional 2005

* Proyección oficial

** Estimación oficial

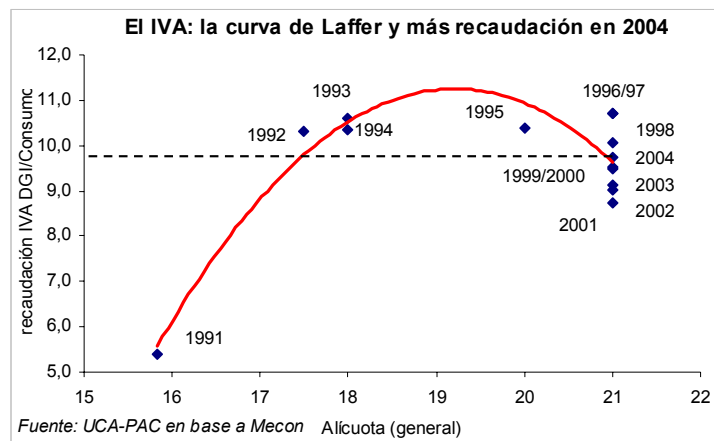
Con estos guarismos, el año cerraría con una recaudación total del orden de \$97.000 millones, algo superior a los \$96.131 millones que proyectaba el Presupuesto 2005 en septiembre pasado.

Precisamente, las estimaciones del Presupuesto Nacional para el año entrante son optimistas, con un alza del 11.2% anual, y se consideran algo conservadoras: el UCA-PAC prevé un alza del PIB real del 6% anual, algo superior al 4% del Presupuesto. Los \$ 106.906 millones se sostienen fundamentalmente en las expectativas de mayor consumo, reflejadas en las alzas del IVA neto de reembolsos y los impuestos internos. Dentro de las previsiones, mantienen sus participaciones los dos impuestos de más reciente creación, y a la vez los más distorsivos: las retenciones crecerían 11.8% y el tributo al cheque lo haría 13.8% anual. De esta forma, puede confirmarse que en el balance general el Presupuesto no prevé reducciones de impuestos, como ser de las retenciones, cheque, o del IVA.

Respecto del IVA, cabe hacer algunos comentarios adicionales. En 2004 este impuesto, junto con Ganancias, fueron los que se mostraron más dinámicos en términos de crecimiento acumulado (+54% IVA, +62% Ganancias), no sólo por las tasas de incremento registradas sino también por la alta incidencia que ambos tienen en el total de los recursos tributarios. De hecho, como ya se ha mencionado, las expectativas continúan siendo optimistas para el año entrante.

Un análisis de más largo plazo arroja resultados interesantes en términos de la recaudación impositiva de IVA. En el gráfico a continuación puede observarse un ajuste que se ha realizado tomando como referencia la recaudación de IVA en términos de consumo desde el año 1991, y las alícuotas generales vigentes para cada período. Con este tipo de ajuste queda delineada *la curva de Laffer*, que justamente muestra la relación existente entre la recaudación y las tasas impositivas.

Con una tasa general de 21% en 2004, y aún con datos parciales, puede verse no sólo cómo este año se ubica en niveles superiores a 2002 y 2003, sino también a niveles similares a otros previos a la crisis como 1998. Se trata de recaudación de IVA DGI vs. Consumo privado, con lo cual los efectos nominales y de ciclo están neteados.



Independientemente de poderse discutir la elasticidad de la recaudación frente a la variación en la tasa impositiva, aún con una tasa general de 21% los datos para 2004 confirman una performance altamente positiva de este impuesto.

Superávit primario llegando a \$18.500 millones anuales

Las cuentas del Sector Público Nacional vuelven a mostrar en septiembre resultados alentadores. Según los últimos datos difundidos, el superávit primario ascendió a \$1.387 millones, acumulando \$16.829 millones en 2004. Si se comparan estos resultados con los obtenidos en agosto puede verse un deterioro del superávit primario, fundamentalmente debido a la ya mencionada caída

“mensual” en la recaudación impositiva, junto con un incremento de 5.3% del gasto primario.

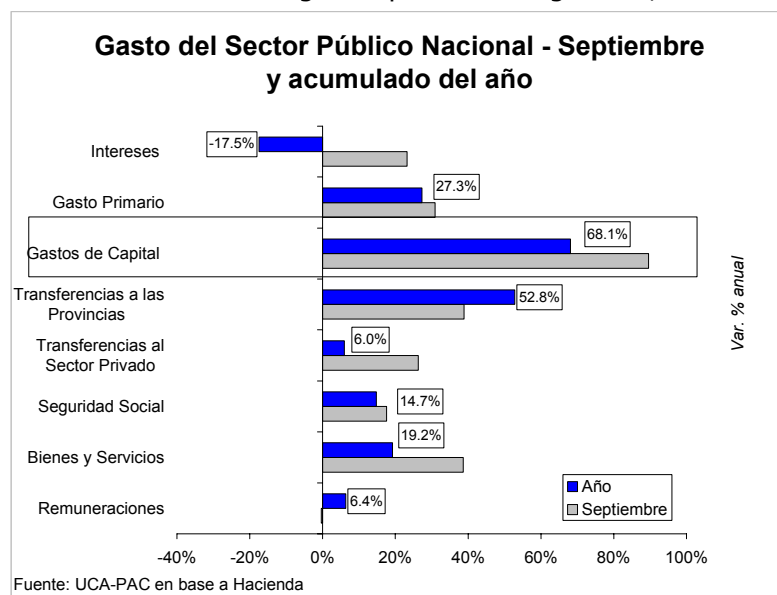
De todas formas, las conclusiones más relevantes pueden ser inferidas de las comparaciones en forma interanual. En términos generales, el importante superávit primario fue generado a partir de un crecimiento acumulado superior de los ingresos totales respecto de los egresos totales, de 41 y 23% respectivamente, hecho relevante.

Los ingresos totales estuvieron fundamentalmente traccionados por los ingresos corrientes, y éstos a su vez por la excelente performance que se tuvo en términos de recaudación, con los ingresos tributarios acumulando hasta septiembre un incremento de 43.4%. De todas formas, el aumento en los ingresos no es privativo de la recaudación, dado que Seguridad Social acumula asimismo un alza del orden de 30% en lo que va de 2004.

En términos de gasto público, los aumentos en las partidas son casi generalizados, excepto en el caso de los intereses, que a pesar de mostrar en septiembre un aumento interanual, a nivel acumulado continúan registrando un descenso de 18%

En líneas generales, los gastos de capital tuvieron una mayor incidencia para la explicación de la tasa de crecimiento del gasto público en general, dado su incremento de 68.1% frente a 21% de los gastos corrientes.

En forma más desagregada, y dentro de los gastos corrientes, la partida que aceleró su crecimiento respecto de 2003 fue la de transferencias a las provincias, nuevamente motivadas por el buen escenario en términos tributarios.



Las provincias con altos ingresos y menor deuda

Las transferencias automáticas a las provincias en septiembre ascendieron a \$2.198 M de pesos, implicando una caída mensual de 6%. No obstante ello, y como puede observarse en el cuadro adjunto, la variación interanual en esta partida superó a la registrada en agosto, y de esta forma se

Transferencias automáticas a las provincias - Millones de pesos

	2004	Variación interanual	Acumulado del año
Enero	1,910	30.2%	1,910
Febrero	1,704	49.9%	3,614
Marzo	1,869	60.2%	5,483
Abril	1,803	32.3%	7,286
Mayo	4,143	86.9%	11,429
Junio	2,934	65.1%	14,363
Julio	2,283	42.9%	16,646
Agosto	2,342	33.1%	18,988
Septiembre	2,198	38.2%	21,186

Fuente: UCA-PAC en base a Hacienda

continúa una tendencia en donde las tasas de crecimiento para 2004 no perforan un piso de 30%.

Con estos resultados, las transferencias automáticas alcanzan en el año \$21.186 millones, acumulando un crecimiento de aproximadamente 51% si se compara con los valores registrados en 2003.

El término de componentes, la coparticipación federal de impuestos figura nuevamente en primer lugar, representando en septiembre 74.5% del total de fondos transferidos en forma automática a las provincias. De hecho, debido a la alta incidencia de la coparticipación en las transferencias, el aumento verificado en las mismas puede atribuirse especialmente al alza en la recaudación de IVA y Ganancias a nivel nacional.

Con estos datos, en conjunción con las previsiones de gasto, cabe señalar que para el año se espera un superávit primario consolidado de las provincias del orden de 0.5% del PIB.

En otro orden, el gobierno está avanzado hacia la firma de la Ley de Responsabilidad Fiscal por parte de las provincias, por ahora de manera muy lenta. Entre Ríos, Misiones, Jujuy, Tucumán y Formosa ya ordenaron su tratamiento en sus legislaturas provinciales, en tanto que Buenos Aires y Santa Fe anunciaron su apoyo. En cambio, Neuquén y Salta no se sumarán.

Una vez más, la relación fiscal entre Nación y provincias se enfrenta a legislaciones del tipo de "parches". La solución de la deuda bancaria de las provincias, transferida a la Nación en 2002, más los financiamientos de los déficit previsionales provinciales aseguran la sanción de la LRF en algunas jurisdicciones, pero esto no es un paso definitivo en pos de la mejora del federalismo fiscal. Y por el momento, no hay indicios de tratar una nueva ley de coparticipación federal de impuestos.

[Volver al Índice](#)

Sector Real: Mayor actividad pero crece lento el empleo

Los datos más recientes de sectores relevantes de la economía muestran signos alentadores de desarrollo, y parecerían no debilitarse en lo que respecta a los próximos meses. Esto propicia un cierre de 2004 con números mejores a los esperados, sobre todo por un repunte del consumo, y una tendencia positiva en el mediano plazo.

Empezando por la oferta de bienes y servicios, se observan evoluciones importantes en la industria, construcción y servicios públicos. Los primeros dos son los principales "tractores" de la economía, aunque en los últimos meses fue la industria la que tuvo un rol

Concepto	Var. Anual	Var. Anual Ac.	Var. Mensual
Consumo			
IVA DGI (sept.)	25,9%	23,7%	-2,2%
Confianza - UTDT (oct.)	-3,0%	9,4%	3,5%
Oferta			
Industria (sept.)	10,4%	11,5%	0,7%
- Químicos	9,7%	11,9%	-1,4%
- Automotores	54,0%	53,4%	7,5%
- Metalmecánica	15,7%	15,3%	-5,0%
- Alimentos y bebidas	5,8%	7,4%	0,6%
Construcción (sept.)	14,8%	23,8%	5,0%
Serv. Públicos (Ago.)	20,7%	18,6%	4,3%
- Telefonía	41,6%	32,3%	2,9%
- Electr., Gas y Agua	7,8%	7,5%	5,8%
- Tporte. de pasajeros	7,0%	12,2%	0,1%

Fuente: UCA-PAC en base a INDEC

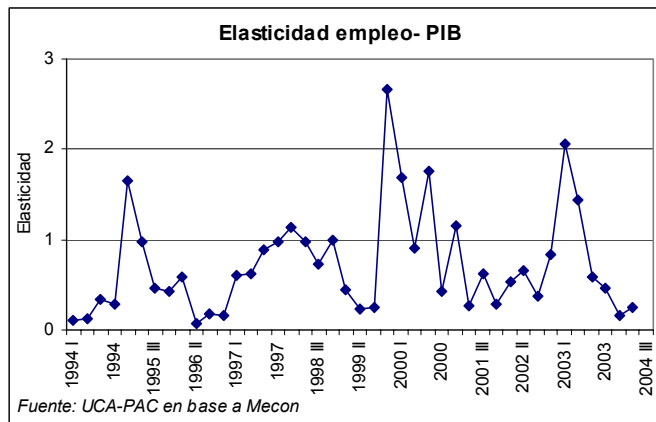
principal. Esta última, después de su fuerte caída en abril consecuencia de las expectativas negativas que había generado la "crisis energética", mostró una recuperación fuerte que la puso nuevamente cerca de los máximos de 1998. Igualmente debe mencionarse que solo cuatro de los doce sectores que la componen (expuestos en el cuadro) explican el 70% del crecimiento en lo que va del año, lo cual evidencia una fuerte concentración.

Es lógico que estos sectores tengan todavía capacidad ociosa, y que aquellos que participan poco en el crecimiento de la industria (refinación de petróleo, metales básicos, papel y cartón, textiles, etc.) estén con una utilización de capacidad superior al 80%. Esto nos lleva indefectiblemente a mencionar la cuestión de la inversión, y la necesidad de lograr un horizonte temporal sin incertidumbre al mediano y largo plazo con el objeto de lograr un desarrollo industrial más equilibrado.

La construcción mostró en septiembre una suba mensual desestacionalizada de 5%, recuperándose de la fuerte caída sufrida en agosto y cerrando el tercer trimestre con una suba trimestral de 0,2%. El crecimiento anual acumulado hasta el mes en cuestión es de 23,8%. La última es una tasa elevada aunque, siguiendo con la tendencia de la economía local, en desaceleración si tenemos en cuenta el crecimiento de 2003 (+37,8%).

El rubro que esta mostrando un ritmo de crecimiento mayor al de 2003 es el de servicios públicos. En 2003 la suba fue de 9,2%, mientras que en lo que va de 2004 la misma ya es de 18,6%. Dentro del mismo, el rubro más desarrollado es el de telefonía, especialmente el de telefonía celular.

Por el lado del consumo, tanto la recaudación de IVA DGI como la confianza siguen mostrando una notable evolución. Por el lado de la primera, su tendencia es positiva y muestra variaciones anuales por encima del 20%. En cuanto a la confianza, si bien esta estuvo cayendo en los últimos meses, logró una fuerte recuperación en los últimos dos y se mantiene a niveles elevados respecto a los datos históricos. Las últimas dos subas están relacionadas a las mejores expectativas por los aumentos de salarios mínimos, asignaciones familiares, y la evolución del canje de deuda.



El hecho que los servicios públicos se estén recuperando más fuertemente este año es lógico dado el desarrollo de la confianza del consumidor. Luego de la devaluación los salarios reales se deterioraron 25%, comenzando en 2003 con una lenta recuperación encontrándose actualmente un 15% debajo de los niveles de 2001. Es común que, en un principio, este aumento de ingresos reales combinado con el decreimiento en el sistema bancario, se traduzca en un mayor gasto en bienes durables. Esto explica el fuerte crecimiento en la industria y construcción en 2003. Actualmente, con mayor confianza y la economía más estable, las personas están tendiendo a consumir más bienes no durables, y por ello la aceleración en la producción de servicios públicos.

No obstante, los altos niveles de pobreza y el desempleo real del 19% mantienen los desafíos para la economía. Como se observa en el gráfico, la creación de empleo es aún insuficiente, y la elasticidad empleo-producto ha caído en los últimos trimestres, con lo cual se abre el interrogante de este tema en el corto plazo.

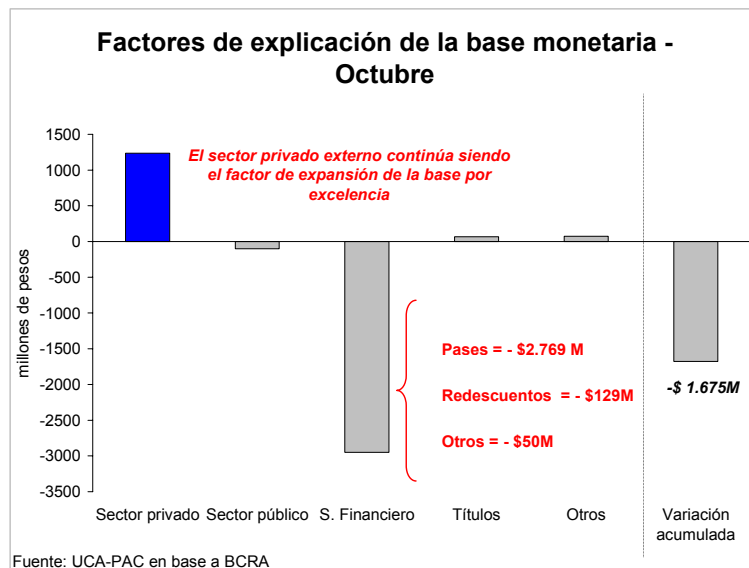
[Volver al Índice](#)

Sector Monetario: Hacia una tasa de interés de referencia

Según los datos preliminares de octubre, la base monetaria amplia asciende a \$45.970M (25-10). Con estos resultados, la base volvió a tener un fuerte retroceso en términos acumulados. Este efecto, como sucediera en el mes de julio, se encuentra casi enteramente explicado por el factor contractivo impulsado a través del sistema financiero en la operatoria de pases. Debido a las alteraciones que este cálculo impone sobre la base monetaria amplia, el Banco Central ha decidido redefinir su definición de base monetaria, a fin de poder seguir cotejando el seguimiento de las metas cuantitativas para lo que resta del año.

En términos del sistema financiero nuevamente, otro efecto contractivo adicional es ejercido por la cancelación de redescuentos a través del sistema de *matching*.

Por su parte, el sector público ejerció nuevamente un impulso contractivo, pero más leve que el verificado en septiembre.



En términos de expansión de la base, la fuerza que ha operado durante todo el año consistentemente en este sentido ha sido el sector externo privado. En septiembre este efecto ascendió a \$1.235M, de la mano de las liquidaciones por parte de los exportadores, y la consiguiente intervención del Banco Central en el mercado cambiario. En este sentido cabe señalar cómo el Central ha aumentado el promedio diario de intervención en octubre respecto de los dos meses anteriores, con el dólar manteniéndose en un promedio de 2.98\$/U\$, con un piso de 2.97\$/U\$.

Como ya se ha comentado anteriormente, el sistema de pases, y según lo pronosticado por el Banco Central, mantiene una tendencia hacia la profundización, fundamentalmente a través de la operatoria con pases pasivos. Este incremento estuvo catalizado por los altos niveles de liquidez dentro del sistema financiero, hecho que asimismo impacta en la política del Central en

términos de fijación de una tasa de referencia. De esta manera también se posibilitó el sistemático recorte en las tasas tanto de Lebacks y Nobacs, con las mayores caídas mensuales en las letras con tramos de 9 y 12 meses no ajustables, que alcanzaron en la última licitación de octubre tasas de 5.8 y 6.1% NA respectivamente.

Inversiones financieras en octubre: los bonos y la bolsa reflejan un mayor optimismo

La bolsa continúa escalando posiciones en octubre y se encuentra cercana, hacia fines de mes, a perforar la barrera de los 1.300 puntos. El Merval acumula hasta la fecha una ganancia mensual de aproximadamente 11%, con la misma tendencia positiva que signó su trayectoria en septiembre y que la convirtió en la inversión del mes. Esta consistente mejora en las cotizaciones se dio asimismo en el marco de mayores montos operados en octubre, con los datos parciales arrojando un valor de \$65.3M frente a los \$43.3M registrados en septiembre.

En este sentido es determinante cómo los avances en términos de las mejores expectativas para el canje de la deuda impulsan al principal índice accionario. Por otra parte, cabe destacarse que este escenario optimista no es privativo de Argentina, sino que en general hay un buen clima para los países emergentes.

El otro grupo de instrumentos destacados en términos de rendimientos fueron los bonos, tanto pre como post default, influenciados por las perspectivas optimistas reinantes.

Rendimiento para bonos seleccionados

	Último dato	Variación % 30 días
Global 2008 (U\$S)	32	5.79
Global 2017 (U\$S)	32.5	2.36
Boden 2012 (U\$S)	76	2.15
Boden 2013 (U\$S)	68.25	4.2
<i>Bocón PRO12</i>	<i>118.5</i>	<i>15.84</i>
<i>BOCON PRE8</i>	<i>145.25</i>	<i>12.6</i>
<i>BOGAR 2018</i>	<i>105</i>	<i>14.25</i>
BODEN 2008	86.1	5

Fuente: UCA-PAC en base a Bolsar

[Volver al Indice](#)

Sector Externo: cae el saldo comercial

A pesar de que Argentina mantiene un saldo comercial positivo en septiembre, ubicándose en US\$ 956 millones, dicho superávit mostró una caída de 9% contra igual mes del año pasado y de un 25% en el acumulado del año.

Las importaciones registraron un valor de US\$ 2.013 millones, lo cual implicó un crecimiento de 53% anual, con una suba de 36% que correspondió a cantidades y de 12% a precios. En los nueve meses, el aumento de las mismas fue de 68%, superior al crecimiento del mes, lo que permite observar cierta desaceleración. A pesar de ello, las importaciones de bienes de capital mantienen su fuerte crecimiento, 113% en el mes y 138% en el año, impulsado por el aumento en las cantidades compradas de 141% y caída en los precios de 1%.

Por su parte las exportaciones en el mes de septiembre alcanzaron los US\$ 2.696 millones. El crecimiento anual fue de 25%, esto queda explicado por un

aumento de los precios de 15% y de 9% en las cantidades vendidas. En particular se destaca el crecimiento anual de los productos primarios en 59%. Para el acumulado del año, el crecimiento de las exportaciones fue de 15%, correspondiente al aumento de 13% en los precios y de 2% en las cantidades. Principalmente se destaca el incremento de las cantidades vendidas de MOA en 6% y de MOI en 9%, que en valor representan subas de 25% y 17% respectivamente. La exportación de productos primarios aumentó en valor 2% en el acumulado debido a una suba de precios de 12% y a una caída de las cantidades del 9%.

Por último, no se observa aún una significativa recuperación del comercio con el Mercosur, si bien las MOI con respecto a este destino se han dinamizado. Las exportaciones al Mercosur, crecieron un 19% anual, un porcentaje inferior al crecimiento que se verificó al conjunto de los destinos. Por otro parte, en el acumulado del año el crecimiento fue del 18%. En cuanto a las MOI, el destino Mercosur verificó un aumento anual del 20%, lo que implica un porcentaje mayor que el crecimiento de las MOI al conjunto de los destinos, las cuales crecieron sólo un 15% anual. Esta diferencia es aún mayor si tomamos el acumulado para los nueve meses del año que resultó de 33% y 17%, respectivamente.

[Volver al Índice](#)

¿Cómo evolucionará la economía de USA tras los comicios?

La cuestión económica es uno de los temas centrales, junto a la política internacional (guerra contra el terrorismo) y los debates éticos, a tener en cuenta en las presentes elecciones presidenciales. En este sentido, a pesar de la confianza limitada que genera el candidato demócrata John Kerry, el balance de la administración Bush luce más bien de regular. Si bien la actual administración heredó una economía con tendencia recesiva debido especialmente a la crisis del Nasdaq, complicada luego por los escándalos contables, el atentado terrorista del 11 de septiembre y actualmente la evolución negativa de la crisis Iraquí (reflejada en el precio del petróleo), las políticas económicas adoptadas no parecen haber surtido un efecto suficientemente eficaz.

La política monetaria acertadamente contra-cíclica mantuvo las tasas de interés más bajas de los últimos 40 años (la tasa de referencia de la Fed llegó a 1.25%, para ubicarse actualmente en 1.75%), la política fiscal debida a recortes impositivos y a gastos de seguridad y defensa, llevó el déficit fiscal a una cifra estimada de U\$s 415.000 M para el corriente año, lo que representa un 3,7% del PIB. Hay que destacar a este respecto que el mismo Alan Greenspan alertó en su informe al Congreso sobre el riesgo de la continuidad de esta política.

Con todo a pesar de estos fuertes impulsos de políticas activas la economía no deja de despejar del todo las dudas en cuanto al crecimiento. Si bien entre el 2002 y el segundo trimestre de 2004 el PIB creció un promedio de 3,4%, luego de un pico en el tercero de 2003, actualmente está perdiendo impulso. Con respecto al empleo la administración Bush tendrá en definitiva una pérdida neta de 600.000 empleos, si bien la pérdida inicial se ha ido corrigiendo lentamente en la actualidad.

Desde el punto de vista del sector externo de la economía no deja de ser preocupante la tendencia alcista que presenta el ya de por sí abultado déficit de cuenta corriente. En agosto este déficit creció en U\$s 54.000 M, lo que hace estimar un acumulado de 5,7% del PIB para el año en curso. Asimismo el lado económico de la intervención en Iraq, que apuntaba a asegurar reservas de petróleo y en parte bajar costos internacionales no ha surtido, por cierto, los efectos deseados.

De este modo las presentes elecciones en Estados Unidos, desde el punto de vista de la economía, significarán un cambio no tanto en los objetivos sino en los medios para llevar adelante los ajustes necesarios para retomar un crecimiento vigoroso que impulse a la economía mundial. La línea de los candidatos difiere en este último sentido. Por su parte Bush viene mostrando un énfasis en la reducción impositiva y del gasto en el sistema de bienestar mientras que su política internacional decidida implica mayores gastos del sistema de seguridad y de defensa, mientras que Kerry propone un ajuste del gasto vía aumento de los impuestos, una consolidación de los beneficios sociales y una estrategia internacional más cooperativa con las demás naciones.

En última instancia, sin embargo, y hasta tanto el sector tecnológico no se recupere de la crisis del 2000, la recuperación de un crecimiento sostenido y la evolución positiva de las variables analizadas pasa especialmente por la recuperación del mercado interno y por la relación con China, tanto en términos de la negociación de una flexibilización del tipo de cambio entre la moneda china y el dólar, como con respecto a la evolución del proceso de industrialización de esta economía que generará según las previsiones una migración de unos 300 millones de chinos del campo a las ciudades en los próximos 10 años. No es casual que algunos estudios ya estén proponiendo la formación de un G4 compuesto por Estados Unidos, Europa, Japón y China.

[Volver al Indice](#)

China sorprende bajando las tasas de interés para enfriar la economía

El Banco Popular de China decidió aumentar las tasas de referencia para préstamos a un año de 5.31% a 5.58%, mientras que subió la tasa de referencia para los depósitos de la misma duración de 1.98% a 2.25%. Las autoridades chinas informaron que el alza de tasas del 0.27% tiene como propósito desacelerar la inflación.

La economía de China viene creciendo a una tasa aún alta de 9.1% en el tercer trimestre de 2004 para el anunciado proceso de aterrizaje suave que se encuentra en curso. La tasa de inflación, si bien cayó levemente en septiembre aún permanece alta con un 5.2%.

En este sentido las autoridades implementaron hace unos meses una serie de medidas administrativas para frenar los créditos al sector privado que parecen aún ser insuficientes. El problema de política económica se plantea porque si bien es necesaria una desaceleración de la economía, dado que de no ser así la inflación iría en aumento, por otro lado la economía China, en un contexto de tibia recuperación de la economía mundial, explica una parte creciente de esa

recuperación, lo que se ha verificado últimamente en la evolución positiva de los precios de los commodities, como por ejemplo cereales y acero.

Sin embargo, es probable que la medida no sea suficiente teniendo en cuenta un efecto contrario que se produciría al incentivar más aún la entrada de capitales externos que podrían aumentar la tasa de inversión y pondrían más presión sobre el tipo de cambio fijo del yuan frente al dólar. Asimismo la gran participación del estado en el sector bancario chino con la consecuente independencia de las señales de mercado implica que los efectos sobre el nivel de actividad y la inflación serán lentos, por lo que se estima que serán necesarias medidas complementarias.

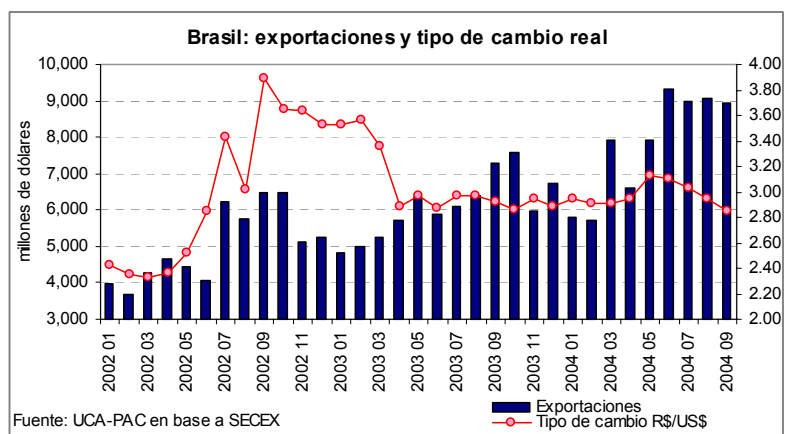
[Volver al Índice](#)

Brasil con crecimiento importante, y Uruguay ante cambio de gobierno

Definitivamente Brasil se encamina a un esquema de crecimiento. Las exportaciones siguen liderando la actividad económica y arrastran favorablemente la producción industrial y el empleo. La mejora en el balance de pagos trae alivio a la dinámica de la deuda, y los mercados lo convalidan con un riesgo país de 500 puntos básicos. La expectativa para 2005 es de un crecimiento del 4% anual.

En lo regional, las elecciones en Uruguay pueden significar un renovado impulso al MERCOSUR, dado que tanto el candidato favorito, Tabaré Vázquez, del Frente Amplio, como el segundo en las encuestas, Larrañaga, del Partido Nacional, están a favor del bloque, mucho más que el Partido Colorado saliente. Para Brasil y la Argentina será la oportunidad de pulir los varios aspectos endeblés del bloque, como ser la confirmación con hechos comerciales concretos de la Unión Aduanera, la solución a sectores críticos en el intercambio bilateral, la postura ante el ALCA, o un eventual proceso de integración monetaria.

En Uruguay, en tanto, de ganar Tabaré Vázquez, se espera en lo económico una gestión moderada, dado que el eventual ministro de Economía, Danilo Astori, se ha mostrado muy prudente. Además, la economía está



creciendo al 11% anual y las expectativas son favorables, si bien el desafío para por recomponer los desequilibrios sociales y por encarar las postergadas reformas que hagan más competitivo al país.

La economía brasileña sigue dinamizada. Las exportaciones brasileñas en setiembre crecieron 22.6% anual, vs. 34.4% en el acumulado. En tanto que las importaciones 24.7% en el mes, y 29% en los primeros nueve meses, cifras aún

insuficientes para alentar en demasía las exportaciones argentinas, pero con positiva tendencia. Para el año se estima que las exportaciones serían de U\$S 85.000 millones, frente a importaciones de U\$S 60.000 millones, con un saldo comercial de fuerte incidencia en el balance de pagos, que mejora la perspectiva de la deuda. En setiembre, el desempleo volvió a bajar, pasando de 11,4% en agosto a 10,9%, sobre todo por la producción de industria de exportación.

La inflación esta contenida pero siempre en observación. El Índice de Precios al Consumidor Amplio-15 (IPCA-15) creció 0,32% en octubre y acumula una variación de 5,97% en el año. El Comité de Política Monetaria (Copom) subió "sorpresivamente" la tasa de referencia Selic a 16,75% en octubre, con un alza del orden de 50 puntos básicos, cuando el mercado pensaba en 0,25 puntos. Las presiones inflacionarias y el precio del petróleo son los motivos. El tipo de cambio comienza a preocupar a los sectores exportadores: a R\$ 2,85, se confirma la tendencia de apreciación, y a su vez se abre la brecha con el peso argentino, más firme en \$ 2.95. No obstante, la favorable dinámica de la deuda (altas exportaciones, Selic alta, superávit primario de 4.25% del PIB) impulsa la entrada de capitales, lo que confirma las tendencias de apreciación.

[Volver al Indice](#)

Columnas de Actualidad *

Dilemas de política monetaria y cambiaria para 2005

Lic Camilo E. Tiscornia

En esta misma columna pero en el mes de mayo analizaba la evolución de la actividad económica en los últimos dos años. Mi argumento entonces era que básicamente lo que había ocurrido era una fuerte expansión de demanda agregada, que se pudo traducir en una mayor producción gracias a la elevada capacidad productiva ociosa. A su vez, los precios aumentaron pero no tanto en relación con el tamaño de la devaluación.

En esta oportunidad mi objetivo es analizar cómo se financió esa expansión para tratar de determinar qué puede ocurrir de ahora en más.

Si se considera el período fin de 2001 – octubre de 2004 la base monetaria pasó de \$12.000 M a \$46.000 M, es decir, que prácticamente se multiplicó por 4. A priori, y a la luz de la experiencia histórica argentina, no hubiera podido descartarse que esto redundara en un nuevo episodio hiperinflacionario. ¿Qué fue, sin embargo, lo que ocurrió?

En un primer momento, con una absoluta crisis de confianza en el sistema bancario y en la moneda argentina, la emisión tomó mayormente la forma de redescuentos para los bancos y, en menor medida, de financiamiento al Tesoro. Toda esta liquidez inmediatamente se volcaba a manos del público vía el retiro de depósitos, para luego ser destinada, en su mayoría, a comprar divisas. En línea con este proceso, la actividad económica todavía caía, a la par de que el tipo de cambio llegaba casi a \$/US\$ 4.

En la medida en que la economía se fue normalizando y se detuvieron el retiro de depósitos y la fuga de capitales, la emisión tomó la forma de compra de divisas por parte del Banco Central para sostener el tipo de cambio en un nivel que favoreciera a la producción local. Así, después de caer a US\$ 9.000 M en julio de 2002, las reservas internacionales del Banco Central comenzaron a crecer ininterrumpidamente hasta alcanzar en la actualidad US\$ 18.500 M.

Al haber mejorado las expectativas, la liquidez se volcó a la demanda de productos nacionales, fomentando la recuperación de la actividad económica y, en menor medida, el aumento de precios. De hecho, el mayor aumento de precios se dio en 2002 y buena parte del mismo obedece al incremento directo que sufrieron los productos que se comercian internacionalmente luego de la depreciación del peso.

De lo anterior, cabría sacar la conclusión de que algo en la Argentina cambió respecto del pasado, y que con una poderosa emisión monetaria puede lograrse el crecimiento de la economía sin que ello tenga un impacto grave en la inflación. Lamentablemente, caer en esto sería un error y sería abrir las puertas a una nueva crisis en el futuro.

En todo el proceso descrito anteriormente dos factores fueron clave a la hora de explicar lo ocurrido. En primer lugar, la existencia de una importante

* Los artículos publicados son responsabilidad de sus autores y no comprometen la opinión de la Universidad Católica Argentina.

capacidad productiva ociosa, que permitió que toda la expansión de demanda que financió esa emisión monetaria pudiera ser satisfecha con mayor producción sin demasiado aumento de los precios.

Y, en segundo lugar, la falta de creación secundaria de dinero, o lo que es lo mismo, la ausencia total de crédito. En el contexto de crisis en que se desarrollaron los bancos luego de la salida de la Convertibilidad, el crédito no hizo más que caer hasta febrero de este año. Es decir, al haberse dañado los balances de los bancos como resultado de la pesificación asimétrica, las entidades financieras, que en condiciones normales contribuyen a la creación de liquidez vía el otorgamiento de crédito, contribuyeron a destruir la liquidez. De ahí, el fuerte salto que experimentó el uso de efectivo para financiar la expansión de la actividad económica.

Por lo tanto, la emisión monetaria generó en la liquidez total de la economía un aumento significativamente menor al que hubiera habido antes de la crisis ya que el multiplicador monetario no estaba operando. De hecho, el ratio M3/PBI recién ahora se encuentra alrededor de 33%, que es el valor que tenía en el año 2000.

Como factores adicionales que ayudaron a atemperar el aumento de la liquidez, cabe señalar al importante superávit fiscal, que se mantiene guardado como reserva en el Banco Nación, y la intervención que el Banco Central realizó a través de sus letras .

Todo lo mencionado permite delinear el dilema de política monetaria y cambiaria que deberá enfrentar el gobierno en 2005.

Si, tal como se espera, en 2005 se sigue produciendo un fuerte ingreso neto de divisas al país, la tendencia natural del tipo de cambio es a la baja. Dado que en el esquema de política económica del gobierno esto es negativo para la producción local debido a la pérdida de competitividad que implica, el Banco Central intentará continuar con su política actual de comprar con emisión las divisas excedentes, tal como viene ocurriendo desde mediados de 2002. Así, la liquidez de la economía seguiría aumentando.

Pero ahora, dada la creciente normalización del sistema financiero, a esa fuente de creación de liquidez se agregará la de los bancos, ya que desde marzo están expandiendo el crédito y es intención de las actuales autoridades del Banco Central que así lo hagan.

Todo lo anterior quiere decir que la política de sostenimiento del tipo de cambio que viene llevando adelante el gobierno ahora puede dar lugar a una expansión exagerada de la liquidez debido a la búsqueda recuperación del multiplicador monetario, y con el agravante de que no hay en la actualidad la misma disponibilidad de capacidad productiva que hace dos años atrás, con lo cual aumentaría la presión sobre los precios. Es decir, el gobierno podría verse enfrentado a una situación en la cual sus dos objetivos de política económica, tipo de cambio alto y baja inflación, puedan verse en conflicto.

¿Qué salidas se tienen para el dilema? La primera y más difícil por no depender en forma directa del gobierno es la que mencionaba en mi columna de mayo pasado: asegurarse de que las condiciones para invertir que generan sus políticas sean las mejores posibles, de modo de acelerar el incremento de la capacidad productiva. De todos modos, por más favorables que sean las políticas, los aumentos de capacidad llevan tiempo, de ahí que los resultados en este sentido sean más de largo plazo.

Y en segundo lugar, asumir que deberá ser muy cuidadosa la expansión de la liquidez, algo que sí está bajo su control en forma directa, de modo de asegurar el crecimiento de la actividad pero sin generar inflación. Dado que es deseable y necesario que el crédito se recupere, si el gobierno desea que el tipo de cambio no baje, podría utilizar su superávit fiscal como válvula de ajuste. El principal obstáculo para esta alternativa son las elecciones de 2005, que limitan seriamente la posibilidad de hacer política fiscal contractiva. Alternativamente, podría realizar una esterilización más agresiva con letras del Banco Central o algún instrumento similar, no obstante, en el largo plazo eso conlleva un creciente costo cuasifiscal.

De todos modos, y más allá de la cuestión coyuntural de cuánto se crecerá el año que viene o de cuánto será la inflación, creo que lo que está en juego en esta oportunidad es algo mucho más serio. Después de más de diez años de Convertibilidad en los que sus opositores criticaron el haber perdido la política monetaria, hoy, habiéndola recuperado con la salida de la Convertibilidad, la Argentina enfrenta el desafío de saber manejarla prudentemente para no caer en los excesos del pasado. De cómo lo hagamos, dependerá el que podamos tener una moneda propia que sea confiable, que es lo que todos deseamos.

[Volver al Índice](#)

Pesificación e independencia del Banco Central

Lic. Enrique Eugenio Folcini

La Corte Suprema de la Nación acaba de legalizar la pesificación forzosa instrumentada hace casi tres años. Los mismos periódicos que anuncian tan controvertido fallo, nos transcriben declaraciones de Kydland, reciente premio Nobel que visita al país destacando la independencia del Banco Central para la credibilidad de la política monetaria.

En los años noventa, Argentina había avanzado sustancialmente en la dolarización de su economía, pero no por virtud, sino como consecuencia de la total falta de confianza en su moneda evidenciada en las hiperinflaciones de 1989.

La recuperación económica posterior fue facilitada por los nuevos depósitos bancarios en argendólares, alentados por la ley sancionada por el Congreso Nacional que simplemente establecía que fueran pagados con la misma moneda. Esa ley resultaba clave frente a discrecionales medidas oficiales como el Plan Bonex que refinanció los depósitos a diez años.

Posteriormente, la débil moneda argentina fue apuntalada con la ley de convertibilidad que garantizaba que cada peso emitido por el Banco Central estaría respaldado con dólares de sus reservas internacionales.

Así llegamos a la década actual, con una moneda propia utilizada para transacciones corrientes, con un sistema bancario privado fortalecido que pudo alargar sus prestamos hipotecarios a plazos de más de una década y con Obligaciones Negociables que financiaban parte importante de la inversión, especialmente emitidas en dólares por empresas de servicios públicos.

Lamentablemente la política fiscal no acompañó a la convertibilidad y las expectativas de default de la deuda pública precipitaron una crisis que puso en grave deterioro las instituciones del país, con tres Presidentes en semanas.

La pesificación asimétrica posterior no respondió a un programa económico sustentable, por lo que el reciente fallo de la Corte es trascendente por que descarta una redolarización y como justificación por la emergencia de múltiples situaciones de hecho que se han acumulado durante los casi tres años pasados desde el corralito, *El fallo puede resultar realista, pero sin duda afecta las instituciones, incluyendo la credibilidad de la política económica ya deteriorada por un pasado de reiteradas arbitrariedades.*

El valor de la moneda

Así como lo controvertido del fallo actualiza la reconocida trascendencia de la separación republicana de los tres poderes y la independencia de la Justicia, que incluye la no remoción arbitraria de sus miembros, *la pesificación reclama la fortaleza de la moneda argentina. No se trata de prohibir el uso del dólar para efectuar pagos al estilo de Fidel Castro, pero implica ofrecer una alternativa que funcione.*

Antiguamente la fortaleza de una moneda estaba basada en su contenido metálico. Con el abandono del patrón oro, el mundo de posguerra se desarrolló con paridades fijas al dólar norteamericano que en el último cuarto de siglo flota frente a otras monedas fuertes como el euro y el yen. El valor de esas monedas no depende ya de su contenido metálico si no de la política monetaria de su emisor, para cuya credibilidad es básica su estabilidad y su independencia del poder político, máxime en el caso argentino en que el peso aún no cumple a pleno sus múltiples funciones.

El peso ha vuelto a cumplir su función de medio de pago para transacciones corrientes, con la sustitución de las cuasimonedas provinciales que circulaban incluso en la poderosa Provincia de Buenos Aires. Se ha progresado en la coordinación del financiamiento de sus Fiscos y refinanciado su deuda bancaria, pero reglas de largo plazo como el Régimen de Coparticipación de Impuestos siguen demoradas.

Pero en otras funciones básicas de una moneda se ha avanzado poco, como en el caso de tenencia de valor. En efecto, mientras ha mejorado la demanda de dinero local para transacciones, incluso con una circulación de billetes y monedas por sobre niveles precrisis, y también se han recuperado los depósitos a la vista, *los de plazo fijo en pesos no crecen en lo que va del 2004.* Se podría atribuir al impuesto a los débitos y créditos bancarios y a tasas pasivas en pesos que incluso eran inferiores a las internacionales, pero su suba no se ha reflejado en mayores saldos privados. Parece influir el desaliento del sistema bancario local frente a la pesificación asimétrica y a la falta de compensación de pérdidas, como las originadas por los amparos judiciales.

Política cambiaria y unidad de cuenta

Luego del desordenado ajuste de precios domésticos posterior a la devaluación del 2001, el peso parece cumplir su función de unidad de cuenta, en un contexto de baja inflación y estabilidad del tipo de cambio.

Es función primaria y fundamental del Banco Central preservar el valor de moneda, tal como lo establece el artículo tercero de su Carta Orgánica y a ello tendrían las metas de inflación introducidas por la gestión Prat Gay.

Las declaraciones iniciales del nuevo Presidente continúan la línea básica de la gestión anterior, pero *el énfasis en mantener un tipo de cambio alto genera dudas sobre su política cambiaria*, que es de flotación en su definición oficial, pero que en la práctica sostiene la cotización del dólar en un piso cercano a \$ 3 por unidad. Así, en octubre, cuando el mercado cambiario ha aumentado su oferta, el BCRA respondió con mayores y crecientes compras que impidieron que baje la cotización del dólar.

Si la política monetaria sigue siendo preservar el valor del peso el Banco Central debería limitar sus compras, flotando el tipo de cambio. Por el contrario, si la política es mantener un tipo de cambio real elevado, la regulación oficial crecerá, aún a riesgo de repetir fracasadas experiencias del pasado argentino, sin unidad de cuenta propia. La credibilidad del Banco Central depende de la estabilidad de sus autoridades y también de la claridad de sus políticas.

[Volver al Índice](#)

Crédito e Inversión Post-devaluación

Lic. Facundo Etchebehere

La salida de la convertibilidad y la posterior pesificación de deudas generaron un efecto positivo en la estructura de rentabilidad de gran parte de los sectores productivos nacionales. Tanto exportadores como "sustituidores" de importaciones vieron cambiar su ecuación de ingresos y egresos, lo que significó una ampliación de margen bruto operativo, que generó un efecto "caja", y esta mayor disponibilidad de recursos les permitió mejoras patrimoniales, principalmente a aquellos que se encontraban endeudados en el sistema financiero local.

Mientras sectores como el agropecuario aprovecharon la nueva situación para canalizar recursos excedentes hacia inversiones en maquinaria agrícola o en instalaciones de acopio, algunos sectores enfrentaron la salida de la convertibilidad endeudados con proveedores del exterior (principalmente de bienes capital). Parte de los que se encontraban en esta situación pudieron hacer frente a sus obligaciones, algunos pudieron lograr acuerdos de refinanciación, y en otros casos prevaleció el conflicto. Naturalmente, en estos últimos casos se les hace más difícil, o imposible, obtener nuevos acuerdos de financiación comercial para retomar un horizonte de inversión. Distinto es el caso de quienes mantenían deudas con proveedores locales y que vieron pesificar sus obligaciones.

El quiebre del sistema financiero, monetario y cambiario, implicó a su vez el acortamiento de los plazos de financiación comercial a los que operaba en promedio el mercado local, en un principio casi hasta anularlos (predominio de operaciones contado), para luego comenzaron a alargarse, pero a plazos sensiblemente inferiores a los vigentes durante los últimos tiempos de la convertibilidad.

La nueva situación de disponibilidad de caja mejoró el manejo de sus operaciones corrientes limitando sus necesidades de financiar por terceros capital de trabajo, y luego permitió la canalización de recursos hacia inversiones que otrora se financiaban con fondos del circuito financiero institucional.

Inversiones de reposición, o de otra forma, aquellas destinadas a mantener o poner en marcha maquinarias y equipos de producción, fueron rápidamente destino de esta disponibilidad. Poco a poco los sectores que traccionaron el primer momento de la recuperación de la actividad económica comenzaron a utilizar a pleno su capacidad instalada, y dada la permanencia del cambio de precios relativos en la economía doméstica, se comenzaron a evaluar nuevamente proyectos de inversión que habían sido postergados o hasta en algunos casos ni siquiera considerados.

De acuerdo al relevamiento entre empresarios industriales que elabora el Indec mensualmente, y publica con el Estimador Mensual Industrial (EMI), respecto a las perspectivas para el cierre de 2004, el 17,6% de las firmas manifestó que prevé realizar nuevas inversiones; el 32,9% continuará ejecutando inversiones iniciadas en períodos anteriores, en tanto que cerca de la mitad no tiene previsto realizar inversiones. En el mismo relevamiento las empresas manifestaron que su principal fuente de financiamiento son las Instituciones financieras locales con el 40,5%; los Fondos propios cubren el 31,0%; la Financiación de proveedores aporta el 18,7% y el resto se satisface con Financiación de la casa matriz, Créditos internacionales y Otras formas crediticias no especificadas. Sin embargo, los fondos tomados en los bancos se destinaron principalmente a complementar el capital de giro, y el 82,9% manifiesta no necesitar un mayor nivel de financiamiento para los próximos meses.

La crisis de finales de 2001 desencadenó una fuerte caída del stock de crédito al sector privado no financiero que aún muestra niveles sensiblemente inferiores a los de la salida de la convertibilidad. Del total de créditos sólo muestran variaciones positivas los adelantos en cuenta corriente; y las líneas clásicas de financiación de bienes de capital con garantía prendaria se encuentran 60% por debajo de los niveles de 2001.

Esta evolución del crédito institucional nos muestra diferentes aspectos de una misma realidad. En un primer lugar podemos afirmar que las necesidades operativas de crédito en el nuevo escenario post-convertibilidad se encuentran cubiertas dentro de los "beneficiarios" del nuevo esquema macroeconómico. Por otro lado, se puede inferir que existe otro universo de empresas que no definen nuevos proyectos de inversión, que no van al encuentro de la financiación bancaria, y al mismo tiempo que los bancos aún no se encuentran en condiciones de brindar líneas de financiación acordes en plazos y tasa de interés a las necesidades de los proyectos de inversión bajo análisis.

Es claro que hasta el momento la economía pudo encontrar los recursos necesarios para lograr un buen desempeño y recuperar niveles de actividad perdidos. Sin embargo, el "salto" en los niveles de utilización y las buenas perspectivas que muchos prevén para los próximos años, imponen la necesidad de encontrar nuevos vínculos entre el sistema financiero y los proyectos de inversión, principalmente de las pequeñas y medianas empresas.

[Volver al Indice](#)

Estadísticas Económicas

Sector Financiero	Unidad de medida	Fecha	Último valor		Valor 1 semana atrás	Valor 1 mes atrás	Valor 1 año atrás
Dólar (libre vendedor)	\$/u\$s	28-Oct	2.99	↑	2.98	3.01	2.87
Futuros Dólar Rofex (03/01/05)	\$/u\$s	28-Oct	3.002	↑	2.984	3.04	-
Real / dólar	R / u\$s	28-Oct	2.866	↑	2.858	2.86	2.87
Dólar / Euro	u\$s / euro	28-Oct	1.2706	↑	1.2582	1.23	1.17
Peso / Euro	\$/ euro	28-Oct	3.786	↑	3.731	3.68	3.38
Plazo fijo a 30 días en pesos	% n.a.	26-Oct	2.62%	↓	2.83%	3.05%	4.46%
Plazo fijo a 60 o más días en pesos	% n.a.	26-Oct	3.89%	↑	3.40%	4.30%	5.41%
Lebac a 9 meses	% n.a.	26-Oct	5.800%	↓	5.990%	6.60%	-
Lebac a 1 año en pesos	% n.a.	26-Oct	6.050%	↓	6.050%	6.79%	11.09%
Lebac 1 año en pesos con CER	% n.a.	26-Oct	-0.100%	↓	-0.030%	0.00%	6.54%
Call entre Bancos Privados	% n.a.	26-Oct	2.3121%	↓	2.3236%	2.4621%	1.79%
Tasa activa, empr.Prime, mensual	% n.a. 30 d.	26-Oct	5.81%	↓	5.85%	5.73%	11.05%
Boden 2012	u\$s	28-Oct	76.00	↑	75.25	74.40	58.30
Global 2017	u\$s	28-Oct	32.50	↑	31.75	31.75	29
Merval	-	28-Oct	1,280.77	↑	1,234.56	1,132.36	939.62
Bovespa	-	28-Oct	22,929	↓	23,059	23,231	18,228
Dow Jones	-	28-Oct	10,004.54	↓	9,865.76	10,077.40	9,748.31
S&P 500	-	28-Oct	1,127.44	↑	1,106.49	1,110.06	1,046.79
Nasdaq	-	28-Oct	1,975.74	↑	1,953.62	1,869.87	1,932.26
Fed Funds	% n.a.	28-Oct	1.75	=	1.75	1.75	1.00
Libor (30 días)	% n.a.	28-Oct	1.99	↑	1.93	1.85	1.12
Bonos del Tesoro a 10 años	yield anual	28-Oct	4.08	↑	4.00	4.01	4.19
Bonos del Tesoro a 30 años	yield anual	28-Oct	4.84	↑	4.77	4.80	5.09
Reservas en Oro y divisas, BCRA	Millones u\$s	25-Oct	18,503	↑	18,250	18,071	13,337
Redescuentos y adelantos por liquidez	Millones \$	25-Oct	20,631	↑	20,614	20,696	21,482
Circulante	Millones \$	25-Oct	31,331	↓	31,878	31,291	25,438
Base Monetaria Amplia	Millones \$	21-Oct	46,245	↓	46,791	46,270	43,984
Depósitos del S. Privado	Millones \$	22-Oct	76,526	↑	76,515	76,828	71,469
Crédito al S. Privado	Millones \$	22-Oct	37,073	↑	36,859	35,960	30,403
Actividad Económica					Variación mensual %	Variación anual %	Var. anual acum. %
Est.Mens.Act.Económica INDEC	Base 93=100	Ago	117.9	↓	-1.9	8.8	8.6
Estimador Mensual Industrial	Base 97=100	Sep	105.8	↓	-0.3	10.4	11.5
Construcción (ISAC)	Base 97=100	Sep	103.1	↑	12.1	14.8	23.8
Ventas de supermercados	\$ M	Sep	1,518	↓	-2.3	6.6	9.0
Conf. consumidor - Nación (U.T.D.T.)	Puntos	Oct	49.45	↑	4.5	-1.8	10.9
Exportaciones	u\$s M	Sep	2,969	↑	1.2	25.0	15.0
Importaciones	u\$s M	Sep	2,013	↓	-0.4	53.0	68.0
IPC	Base 99=100	Sep	149.45	↑	0.6	5.9	4,8*
IPIM	Base 93=100	Sep	239.74	↑	0.3	11.2	7,6*
Sector Público Nacional	Unidad de medida	Fecha	Último valor		Valor 1 mes atrás	Valor 1 año atrás	Acumul del año
Recaudación tributaria	Millones \$	Sep	7975.7	↓	8467.3	6114.0	74145.3
Gasto primario nacional	Millones \$	Sep	7172.5	↑	6808.6	5479.4	62654.7
Resultado primario SPN	Millones \$	Sep	1386.9	↓	1939	763.3	16828.9
Resultado del S. Público Nacional	Millones \$	Sep	1051.6	↑	862.7	492.6	12392.3

Fuente: UCA- PAC

* var. acumulada desde diciembre del año anterior

[Volver al Índice](#)

Actividades de la Facultad de Ciencias Sociales y Económicas

- ▶ 1/11/2004 | 8:30 Seminario de Doctorado: "ÉTICA, INTERVENCIONISMO Y LIBERALISMO EN SMITH, Y HAYEK", a cargo del Dr. Carlos Rodríguez Braun, Universidad Complutense de Madrid. Dto. de Posgrado, 4º piso Facultad de Cs. Sociales y Económicas.
- ▶ 1/11/2004 | 18:30 Curso: "Información Contable de Participaciones en Negocios Conjuntos", a cargo del Cr. Alberto Troyano. Aula 302. Facultad de Cs. Sociales y Económicas, Dto. Contabilidad.
- ▶ 3/11/2004 | 18:30 Reunión Académica nº 7: "Bastiat, economista: una revisión", Dr. Carlos Rodríguez Braun, Universidad Complutense de Madrid. Aula 306. Facultad de Cs. Sociales y Económicas.
- ▶ 9/11/2004 | 9:00 Jornada Anual de Epistemología y Filosofía de la Economía ESEADE, Uriarte 2472. Facultad de Cs. Sociales y Económicas - UCA y Departamento de Investigaciones – ESEADE.
- ▶ 10/11/2004 | 8:00 Congreso Anual de la Asociación Argentina de Economía Política. Aud. San Agustín, Asociación Arg. Economía Política y Facultad de Cs. Sociales y Económicas.
- ▶ 11/11/2004 | 18:30 Seminario: "Identificación, Prevención y Resolución de Conflictos en la Empresa Familiar". Dto. Posgrado. Facultad de Cs. Sociales y Económicas - Centro de Investigaciones de la Empresa.
- ▶ 12/11/2004 | 18:30 Seminario: "Identificación, Prevención y Resolución de Conflictos en la Empresa Familiar". Dto. Posgrado. Facultad de Cs. Sociales y Económicas - Centro de Investigaciones de la Empresa.
- ▶ 15/11/2004 | 18:00 Seminario "Sociología Relacional" a cargo de Paolo Terenzi de la Universidad de Bologna, Italia. Dto. de Posgrado, 4º piso, aula a designar. Fac. Cs. Sociales y Económicas.

Para más información, consulte la página de la facultad de Ciencias Sociales y Económicas a través del site de la Universidad Católica Argentina, www.uca.edu.ar

[Volver al Índice](#)