



Departamento de Economía
Programa de Análisis de Coyuntura Económica -
PAC

Informe de coyuntura económica

Año 7 – Número 3 - Junio de 2008

Índice

Resumen Ejecutivo	2
Editorial	4
Enfoques	7
▶ Sector Real: La inversión en observación	7
▶ Política Monetaria: ¿nueva política cambiaria?.....	11
▶ Sector Fiscal: El Gasto sigue siendo procíclico.....	133
Columnas de Actualidad	176
▶ Reflexiones sobre el tipo de cambio "competitivo" <i>Por Alejandro D. Jacobo</i>	16
▶ Repensando el Problema Federal. <i>Por Marcelo F. Resico</i>	19

Editor: Lic. Ernesto A. O'Connor, Director del PAC

Asistente: Belén Staudenmann

Consejo Consultivo: Dr. Patricio Millán, Dr. José María Dagnino Pastore

Columnistas: Alejandro D. Jacobo, Marcelo F. Resico

Email: pac@uca.edu.ar

Tel: 54-011-4338-0834

El contenido del presente informe es responsabilidad de sus autores y no compromete la opinión de la Pontificia Universidad Católica Argentina. Se autoriza su reproducción citando la fuente

Resumen Ejecutivo

Editorial: La economía ante el paro rural y una desaceleración creciente

Por Ernesto A. O'Connor

La economía ha sufrido un shock importante en los tres meses de paro agropecuario. En ese contexto, indudablemente, el clima productivo, que venía con una inercia de desaceleración, sufrió una caída adicional. La crisis se manifiesta, fundamentalmente, en materia productiva. Sin corridas bancarias ni financieras a la vista, la producción y el consumo se manejan a partir de las expectativas. La situación, ¿es temporaria o es permanente?

Sector Real: La inversión, en observación

Por Ernesto A. O'Connor y Belén Staudenmann

Se aborda en esta nota la temática de la inversión, cómo viene evolucionando en lo que va del año y cuál es el desarrollo de ciertas variables macro que evidencian el comportamiento de la IBIF en Argentina. Algunos de estos indicadores son, por ejemplo, el ISAC (que en el 1º cuatrimestre del año presentó una variación de 14,2%) o bien, la contribución al crecimiento del PIB de tanto la construcción como la inversión en sí misma.

Política Monetaria: ¿Nueva política cambiaria?

Por Belén Staudenmann

Esta nota busca dar un panorama explicativo acerca de las principales variables monetarias en Argentina, y las políticas llevadas a cabo en este ámbito. En principio, el BCRA ha modificado su política monetaria, y aún es difícil entender a donde apunta, pues no hubo anuncios. Es necesario destacar el hecho de que las expectativas de inflación rondarían el 35% anual (según estimaciones hechas por la UTDT), con ello, es de esperar que ciertas variables, como por ejemplo, las tasas de interés, el tipo de cambio, la variación en las Reservas Internacionales, entre otras, sean analizadas con atención.

Sector Fiscal: El gasto sigue siendo procíclico

Por Ernesto A. O'Connor y Belén Staudenmann

En esta nota se revisa el panorama fiscal del Sector Público Nacional hacia el 1º cuatrimestre de 2008. Por un lado, los recursos vienen creciendo como consecuencia de las reformas tributarias y la inflación y por otro, el gasto continúa impulsado por las Transferencias al Sector Privado que el acumulado enero-abril crecieron 63% anual. En definitiva, las Cuentas del SPN presentan un Resultado Financiero de \$ 6.429,8.

Reflexiones sobre el tipo de cambio "competitivo"

Por Alejandro D. Jacobo

En 2002 la Argentina realizó una devaluación de magnitudes muy significativas que fue sostenida en el tiempo —intervención de la autoridad monetaria mediante—. Sin entrar a considerar los costes de esa política, se ha indicado que el tipo de cambio alcanzado ayuda a las exportaciones argentinas, pues constituye uno "competitivo". Algunas reflexiones al respecto sugieren que el tipo de cambio no ha favorecido a las exportaciones, no al menos como se

esperaba, que la productividad de la economía no habría mejorado y que la creciente inflación erosiona el tipo de cambio real y vulnera —si lo hay— el denominado modelo argentino.

Repensando el Problema Federal

Por Marcelo F. Resico

Es conocido que buena parte del debate actual entre el sector agropecuario y el gobierno sobre las retenciones está relacionado con un mal funcionamiento del federalismo en la Argentina. Una primera aproximación a este problema es netamente económica, dado que el origen regional de los recursos tributarios es mayor que el destino del gasto nacional que retorna a esas mismas regiones. Sin embargo, en esta columna intentaremos mostrar cómo la cuestión del federalismo implica cuestiones no sólo económicas, sino también institucionales y estructurales, las cuales son requisitos para una aproximación de solución más integral.

[Volver al Índice](#)

Editorial

Editorial: La economía ante el paro rural y una desaceleración creciente

Por Ernesto A. O'Connor

La economía ha sufrido un shock importante en los tres meses de paro agropecuario, desde el 13 de marzo al 18 de junio. En ese período, la situación se fue agravando, hasta llegar a mediados de mayo a un corte de rutas generalizado en la Región Centro del país, por el paro de los transportistas. En ese contexto, indudablemente, el clima productivo, que venía con una inercia de desaceleración, sufrió una caída adicional. La situación, ¿es temporaria, o puede calificarse como permanente?

El paro agropecuario y las retenciones

El paro del campo-interior ha sido de un trimestre, por lo menos a la fecha de realización de este informe, y ha terminado con el envío del proyecto de ley sobre las retenciones móviles al Congreso, en discusión a la fecha.

Un trimestre es lo que lleva la economía de desaceleración adicional a la arrastrada desde 2007, y no se observa, por el momento, un punto de inflexión claro. La crisis se manifiesta, fundamentalmente, en materia productiva. Sin corridas bancarias ni financieras a la vista, y con una inercia inflacionaria del orden del 25-30% anual, la producción y el consumo se manejan a partir de las expectativas. La inversión sufre la primera contracción cuando la incertidumbre domina el futuro. Ya lo advertía Keynes en 1936, cuando escribía acerca del estado de las expectativas a largo plazo: "...es el estado de las expectativas a largo plazo, distinguiéndolas de las expectativas a corto plazo, en que se basa el productor para estimar lo que podrá obtener de un producto cuando este terminado, en el supuesto de que se decida a iniciar su producción en la actualidad con el equipo existente".

El motivo de la crisis ha sido la instauración de las retenciones "móviles", por resolución del Poder Ejecutivo. En noviembre, el gobierno anterior (antes de la asunción del nuevo gobierno el 10/12) había subido las retenciones a las exportaciones de soja y girasol del 27.5% al 35%, entre otros cambios. El 11/3 se introdujo las retenciones móviles, vía la Resolución 125, llevando la alícuota de la soja al 44% al precio vigente en aquel momento, de U\$S/tn 515. Es decir, con este nuevo esquema, la alícuota varía en función del precio internacional. Y por ejemplo, ante una caída de precios externos, una soja con precio FOB de U\$S 150/tn (1/3 del precio de mayo, pero valor vigente en 2001) pagaría un Derecho de Exportación de U\$S 35.3 (23.5%).

La escalada de las retenciones desde noviembre de 2007, es un hecho. Esta medida tributaria, ¿responde a necesidades fiscales? ¿A objetivos anti-inflacionarios? ¿A la política social? El punto es que las retenciones no han sido demasiado útiles para moderar los precios internos, dados los resultados. A estos niveles móviles, pueden desalentar la oferta (que es lo único que reduce los precios efectivamente). Además, las retenciones, en 2007, superaron en un 105.9% a los planes sociales (su motivo de origen en 2002).

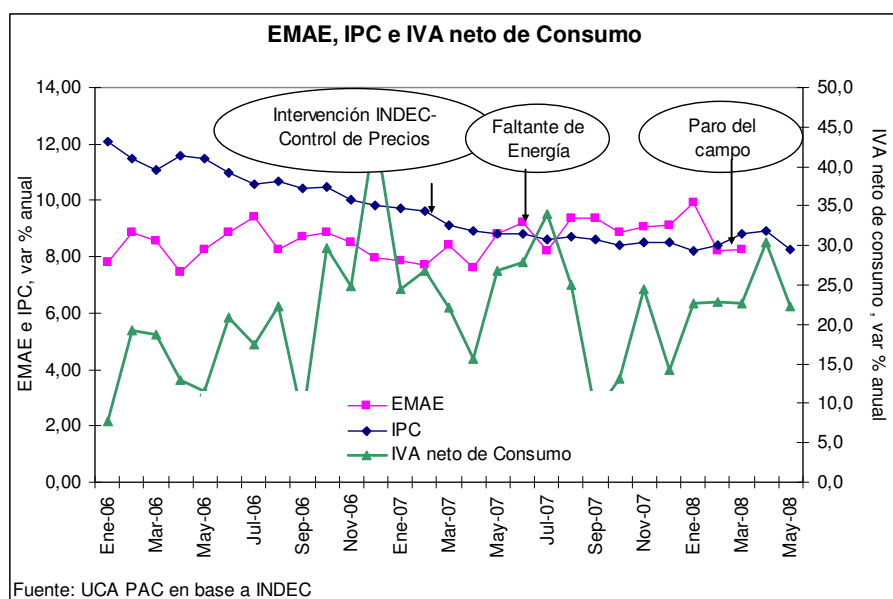
La crisis hasta ahora implica efectos temporarios que siguen: exportaciones no realizadas desde marzo-junio, postergación de ventas de granos por parte de los productores, caída en la siembra de trigo, merma del consumo y problemas en la cadena de pagos en la región Centro, y consecuente desaceleración en la recaudación de IVA, de Ingresos Brutos, y de impuestos coincidentes con el ciclo desde mayo. El envío de la resolución 125 por parte del Poder Ejecutivo al Congreso, el 18 de junio, ha puesto un compás de espera en la situación, y se ha normalizado el libre flujo de transporte en la región Centro.

De todos modos, los efectos actuales de la crisis del campo son una desaceleración adicional a la economía, un alto impacto recesivo temporario en la Región Centro, un rebrote del federalismo, y un renacer de la concepción de República, con más acciones demandadas por los actores para los Poderes Legislativo y Judicial. La solución, aún, esta por verse.

La magnitud de la desaceleración a partir del paro rural

Desde esta perspectiva, es clave analizar la coyuntura en función de las expectativas sobre el futuro, y no en base a tendencias del pasado reciente. Es decir, el análisis a partir del modelo de crecimiento 2003-2007 no necesariamente es suficiente para comprender la dinámica del presente y el devenir cercano.

En 2007, controles de precios mediante, subsidios al gas y energía, cortes de energía temporarios a industria y comercio, suba de salarios por encima del IPC, deterioro del tipo de cambio real, entre otros factores, la rentabilidad empresaria se mantuvo por las mayores cantidades vendidas, a partir del boom de consumo, pero no por factores genuinamente competitivos. La inercia de 2007 ya mostraba una desaceleración, con inflación del orden del 20% anual –en lugar del 8.5% del IPC-, pobreza del 30% según mediciones privadas (SEL, IAE, CERX), y actividad creciendo en torno al 7% anual, según estimaciones propias. Todo esto es menor inversión, con un consumo mantenido por la política pública y la política de ingresos, y con exportaciones dinamizando la economía, por los precios internacionales. Por su parte, el EMAE, como se observa en el gráfico, ha resultado inconvencible a fenómenos como la aceleración de la inflación, oferta insuficiente de energía en algunos meses de invierno, y, en 2008, la crisis del campo.



Este año arrancó con doble suba de retenciones a las exportaciones de oleaginosas (noviembre y marzo), y la crisis del campo, desde marzo, no ha hecho sino potenciar la inercia. Si la economía hubiera crecido al 7% anual en 2007, el arrastre estadístico para 2008 debería haber sido del orden de 2.8%. A partir de este valor, y la crisis rural desde marzo, este mes podría haber medido un crecimiento en torno al 5% anual, si bien el INDEC informó que el EMAE de marzo registró 8.1% de suba anual. A partir de esto, la crisis del campo-interior, que ya acumula un trimestre, sumado a la desaceleración de 2007, podría haber resultado en un crecimiento del PIB del orden del 4% anual para el trimestre marzo-mayo.

En cambio, el EMAE ha registrado 9% anual de suba en abril. Si se considera el peso en el PBG de Santa Fe, Córdoba, Entre Ríos, Chaco y La Pampa, más el aporte de las ciudades y regiones agropecuarias de Buenos Aires con activo paro rural, se tiene que el impacto regional sobre el PIB sería del orden del 40% del PBG del país, afectado por el paro, y considerando efectos indirectos sobre las decisiones de los agentes a lo largo de todo el país. De este modo, el crecimiento "por encima" del arrastre estadístico sería del orden de 1.5% anual, a partir de estimaciones diferentes de las oficiales. De estas tasas a un estancamiento media un paso, de no revertirse rápidamente las expectativas.

La incidencia de la formación de expectativas

Con una inflación y subas de salarios del orden de 25-30% anual, el impacto de los precios sobre la recaudación tributaria corriente –especialmente sobre impuestos coincidentes temporalmente con el ciclo- es elevado, y la percepción oficial corre el riesgo de minimizar el impacto de la crisis, dada la alta disponibilidad de caja fiscal.

Los agentes, sean consumidores o productores, toman decisiones en base a su formación de expectativas hacia el futuro. Como los precios de reposición son percibidos como superiores a los actuales, una opción es subir los precios de venta actuales. Como los consumidores prevén mayor inflación e incertidumbre sobre el poder adquisitivo de sus ingresos futuros, comienzan a postergar consumo. ¿Cederá la inflación por menor demanda? Los cortes de rutas de transportistas generaron cierta escasez y desabastecimiento. Si bien por el momento se han terminado, una no resolución consensuada del problema de las retenciones móviles puede hacer retornar la situación al 15 de junio. Por ello, los formadores de precios siguen con incertidumbre.

También se percibe que los precios de los combustibles seguirán subiendo, y las tarifas siguen atrasadas y/o congeladas según el caso. Hasta el tipo de cambio, que esta mostrando una ligera apreciación, por acción del BCRA - en una política monetaria difícil de interpretar-, presenta tendencias bifurcadas hacia el futuro. Es decir, el sistema de precios esta muy desarticulado, y la formación de expectativas de precios es confusa. Ante este panorama, los agentes, evidentemente, postergan decisiones.

A este ritmo, se fortalece la desaceleración, con inflación. En las recesiones, habitualmente, los gobiernos son los últimos en darse cuenta del negativo cambio de tendencia. ¿Por qué? Quizá porque no pagan los costos de los bienes públicos que ofrecen, es decir, la recolección de impuestos es una imposición, y no un esfuerzo, y no perciben anticipadamente la magnitud de la crisis, sobre todo si el impuesto inflacionario funciona. En cambio, los productores de bienes y servicios manejan un circuito real y nominal de costos-ventas-resultados que necesariamente les advierte día a día acerca de la marcha de la actividad.

Los pronósticos para 2009 son de más desaceleración: el promedio del REM estima 5.6%, mientras que, desde el exterior, JP Morgan 3% y Lehman Brothers 3.7%. ¿Es posible un escenario de bajo crecimiento observado, con inflación a este nivel actual, apuntado a una estanflación?

Se pueden controlar los precios por un tiempo, pero no se pueden controlar las expectativas de los agentes para siempre. Una dinámica de expectativas negativas acerca del futuro, cuando domina la incertidumbre, a la Keynes, lleva inevitablemente a una situación de parálisis en la economía real. Aun con fundamentos macro monetarios-fiscales. Claro que la solución keynesiana, de mayor estímulo estatal a la economía, no parece ser la solución al actual problema de expectativas.

[Volver al Índice](#)

Enfoques

Sector Real: La inversión, en observación

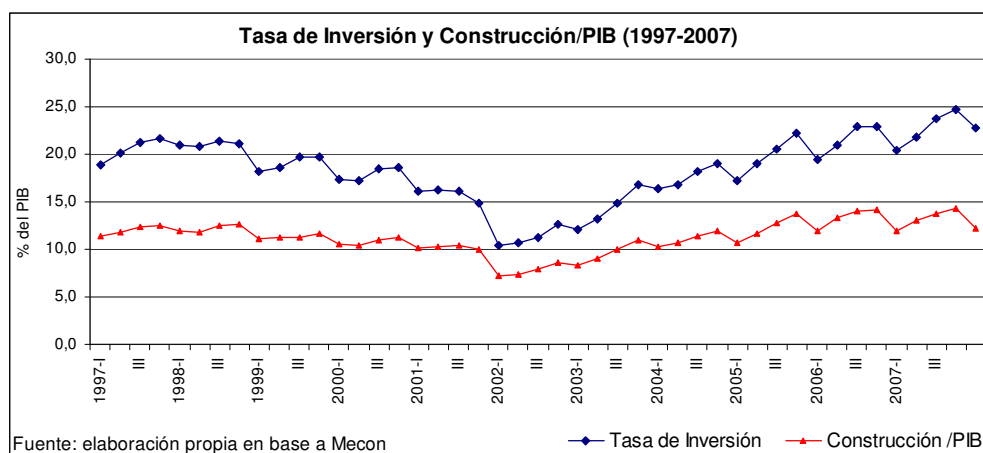
Por Ernesto A. O'Connor y Belén Staudenmann

Introducción

Esta nota aborda la temática de la inversión, cómo viene evolucionando en lo que va del año y cuál es el desarrollo de ciertas variables macro que evidencian el comportamiento de la IBIF en Argentina. Algunos de estos indicadores son, por ejemplo, el ISAC que contempla la demanda de insumos relacionados con la actividad de la construcción (el principal motor de la inversión); o bien, la contribución al crecimiento del PIB de tanto la construcción como la inversión en sí misma, y otros indicadores que integran la inversión bruta.

La Construcción, ¿en desaceleración desde 2007, o refugio de inversiones?

Las Cuentas Nacionales definen a la Inversión Interna Bruta Fija (IBIF) como la sumatoria de la demanda por Construcción, y de Equipo Durable de Producción (entendiendo este concepto como demanda de Maquinaria y Equipo y de Material de Transporte).



Analizando las series de inversión y construcción en un período de 10 años (1997-2007), lo primero a remarcar es que en todo momento la construcción representa entre el 56% (en 2º trimestre de 1998) y el 70% (hacia 3º trimestre de 2002) de la IBIF. Actualmente, la Construcción representa el 59% de la IBIF total mientras que la demanda por Maquinaria y Equipo representa alrededor de 25% y la demanda por Material de transporte alrededor de 13%, en una estructura de inversión algo más interesante por la mayor diversidad de sus componentes.

La construcción medida como tasa en porcentajes del PIB, alcanza su máximo en 2007 (14.3% del PIB) y su mínimo en 2002 (7,2% del PIB), por la profundidad de la crisis. La IBIF, por tanto, expone este mismo comportamiento alcanzando a representar el 24,7% del PIB hacia el último trimestre de 2007 y 10,5 puntos del producto en 2002.

Cuadro Resumen de la Actividad de la Construcción

Variación % anual acumulada 1º cuatrimestre

Concepto	Var % 2007	Var % 2008
ISAC (primer cuatrimestre)	3,3%	14,2%
Edificios para viviendas	0,6%	23,0%
Edificios para otros destinos	3,8%	23,0%
Construcciones petroleras	4,8%	17,0%
Obras viales	7,9%	21,0%
Obras de infraestructura	3,0%	24,3%
Ventas de insumos		
Ladrillos huecos	6,5%	44,8%
Cemento	1,8%	27,7%
Asfalto	14,3%	20,9%
Superficie a construir	10,2%	6,3%

Fuente: UCA-PAC en base a INDEC

Pero el análisis de coyuntura de la inversión y de la construcción, en 2008, muestra otros signos.

Uno de los indicadores a analizar a la hora de tener un panorama general del estado de la inversión en el país, son los indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. El ISAC, en primer lugar, presenta hacia el primer cuatrimestre de 2008 un aumento de 14,2% con respecto al mismo período del año pasado. Es sorprendente que la tendencia sea muy superior a la registrada en el primer cuatrimestre de 2007, con la crisis agropecuaria mediante, y una aceleración notable de la inflación. Una explicación puede ser que la construcción sea mayor refugio de inversiones; otra, que los indicadores tengan un problema de medición.

Es así como en el último informe presentado por el INDEC, se destaca la evolución favorable de la actividad basándose por ejemplo, en el aumento de la cantidad de permisos de edificación otorgados y el aumento del personal ocupado registrado en el sector. Asimismo, se registró un crecimiento anual significativo en las ventas de insumos al sector, como por ejemplo, variaciones positivas del orden del 44,5% en las ventas de ladrillos huecos, de 27,7% para el cemento y de 20,9% para el asfalto.

Las expectativas con respecto a la evolución de la actividad, publicadas en la Encuesta Cualitativa de la Construcción, indican un desarrollo esperado estable del nivel de actividad. Con respecto a los bloques en los que se desagrega el sector, se observan variaciones anuales positivas en todas las tipologías de obra

hacia abril: Edificios para viviendas y otros destinos aumentaron, ambos, 23%, las Obras viales 21% y las Obras de infraestructura 24,3% y las Construcciones Petroleras lo hicieron 17% siendo las más rezagadas.

Desde esta perspectiva, la construcción se encuentra en un proceso de crecimiento, desde los datos oficiales, y que encontraría una explicación en ser refugio de capital.

De la construcción a la Inversión: una menor contribución al crecimiento

Otro indicador interesante para analizar es la Contribución al Crecimiento del PIB por parte de la IBIF. Tal como se observa en el cuadro adjunto, la contribución al crecimiento de la inversión ha venido decayendo lentamente en los últimos cuatro años, medida como un cociente entre la variación absoluta de PIB e IBIF. Hacia 2004, ésta alcanzó su mayor contribución (29.3% del crecimiento del PIB) cayendo desde entonces 7 puntos del producto en su contribución.

Haciendo este mismo análisis pero para la Construcción solamente, se confirma marcadamente la tendencia decreciente de la contribución de esta actividad al PIB: desde 2003 a 2007

Contribución al Crecimiento del PIB de la Inversión

Año	PIB (M\$ corr)		IBIF		Contribución al crecimiento del PIB
	Var%	Var absoluta	Var%	Var absoluta	
2003	21,7	76.847,5	52,2	19.516,7	25,4
2004	22,9	98.656,8	50,8	28.897,0	29,3
2005	19,7	104.134,2	33,0	28.332,1	27,2
2006	23,1	146.290,8	33,9	38.705,2	26,5
2007	25,1	196.179,7	29,2	44.653,4	22,8

Fuente: UCA-PAC en base a MECON

la construcción dejó de contribuir con 18 puntos del PIB (la CAC se retrajo desde 30,7% a 12,6%). Se puede entender este movimiento descendiente como una consecuencia directa de una crisis de expectativas desde 2007, por la inflación creciente y la menor credibilidad en los índices de precios oficiales, que afectan las decisiones de inversión de largo plazo.

Desde esta lectura de más largo plazo, la contribución de la construcción al crecimiento se ha decelerado.

Sector Construcción: Contribución al crecimiento de la Economía

Año	PIB	Construcción*	
	Crecimiento % anual	Crecimiento % anual	Contribución al crecimiento del PIB
2003	8,8	35,0	30,7
2004	9,0	25,8	27,5
2005	9,2	20,5	24,8
2006	8,5	18,5	26,8
2007	8,7	8,2	12,6

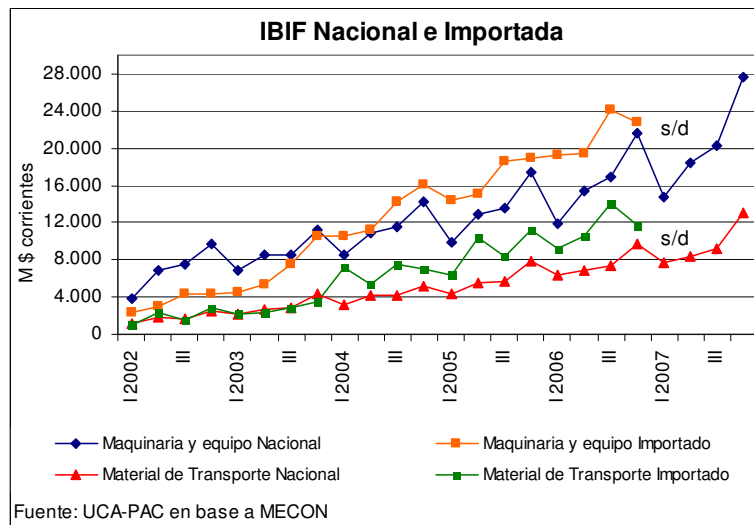
Fuente: elab propia en base con Mecon- DNCN

*Nota: construcción de la Inversión de Cuentas Nacionales

¿Que pasa con la Maquinaria y Equipo?

Las Cuentas Nacionales también distinguen entre Maquinaria y Equipo y Material de Transporte de origen importado o nacional, habiendo crecido de forma importante todo el Equipo de origen nacional desde el 1º trimestre de 2007 (88% la demanda por Maquinaria y Equipo y 70,4% la demanda por Material de Transporte).

De todos modos, se observa una tendencia favorable: los bienes de capital importados no ceden en su crecimiento. Una explicación es la mejor oportunidad de importar que decidir fabricar en el país, en un contexto algo más incierto a mediano plazo.



Para las series de Equipo Durable de Producción, los datos no han sido publicados con la apertura suficiente por en Mecon. Como no se dispone de datos abiertos para 2008, es difícil adelantar que está ocurriendo, en momentos en que la construcción se ha desacelerado, y la inversión total también.

Otras variables clave para explicar la inversión

Otras variables claves de la Inversión

Concepto	2007	2008	Período	Var % anual
1. Construcción				
ISAC (índice desestacionalizado 1997=100)	127,2	140,4	acum abril	10,4
Créditos Hipotecarios (M\$)	11.685,0	16.419,0	20 de junio	40,5
2. Maquinaria y Equipo				
Importaciones de Bienes de Capital (MU\$S)	15.767,0	22.967,0	acum mayo	45,7
EMI metalmeccanico neto de industria automotriz	124,9	131,6	acum abril	5,4
3. Material de Transporte				
Ventas al Mercado Interno de Mat de Transporte			cantidades	
Transporte de carga	11.350,0	13.550,0	acumuladas	19,4
Utilitarios	41.719,0	56.475,0	ene-may	35,4

Fuente: UCA-PAC en base a MECON

A fin de completar el análisis de la inversión, se pueden tener en cuenta otras variables. En primer lugar, el ISAC se muestra más acelerado que el año pasado (aumentó 10,4% anual), y los créditos hipotecarios mantienen un muy buen ritmo (creció 45,7% anual) con lo cual se podría inferir que la inversión en construcción residencial se estaría comportando como refugio del capital. Esta tendencia en los créditos hipotecarios condice con la tendencia de crecimiento de, por ejemplo, los créditos personales que aumentaron 55,2% o del total de créditos en la economía que variaron 32,4%. Con respecto a las Maquinarias y Equipo, ante la incertidumbre se acentúa el la tendencia a importar "hecho" en lugar de fabricar en el país (tal como se ve en el cuadro estas importaciones aumentaron 45,7% en el acumulado enero-mayo entre 2007 y 2008). Por otro lado, el EMI metalmeccánica neto de la Industria Automotriz presentó en abril un alza de tan sólo 5,4%, con lo cual el efecto positivo sobre la inversión dado por

el gran aumento en las importaciones de bienes de capital se ve neutralizado. Por último, las variaciones en lo que a Material de Transporte compete, son todavía significativas.

En conclusión, en base a estos indicadores, podría decirse que la inversión presenta todavía cierta inercia pero sin olvidar de la pobre participación de los bienes de capital fabricados en el país.

Los créditos hipotecarios, por su parte, crecieron 41,4% anual y

¿Como viene la inversión en 2008?

Del análisis de estos indicadores de inversión en su conjunto, más la evolución del ISAC, se tiene una perspectiva de la tendencia de la IBIF para 2008.

En el primer trimestre, la IBIF constante creció 20.5% anual, superando toda la trayectoria de 2007: 13.6%, y la de 2006, de 18.2%. Esto, en un escenario de falta de credibilidad de las estadísticas de precios del INDEC –que pueden estar afectando las mediciones de inversión-, aceleración de la inflación al 25-30% anual, y mayor incertidumbre.

De estos indicadores, más las condiciones cualitativas, surgiría una desaceleración adicional, que la ubicaría en el segundo trimestre creciendo a menor ritmo. Las expectativas de inversión y el clima de inversión, a partir de la dinámica del paro agropecuario, ha mostrado tres meses de modificación de la inercia previa, acentuando tendencias de prudencia a la hora de invertir.

[Volver al Índice](#)

Sector Monetario: ¿Nueva política cambiaria?

Por Lucía Belén Staudenmann

Esta nota busca dar un panorama explicativo acerca de las principales variables monetarias en Argentina, y las políticas llevadas a cabo en este ámbito recientemente.

Para comenzar cualquier análisis es necesario destacar el hecho de que las expectativas de inflación rondarían el 35% anual (según estimaciones hechas por la UTDT). Con ello, es de esperar que ciertas variables, como por ejemplo, las tasas de interés, el tipo de cambio, la variación en las reservas, ente otras, sean analizadas con atención.

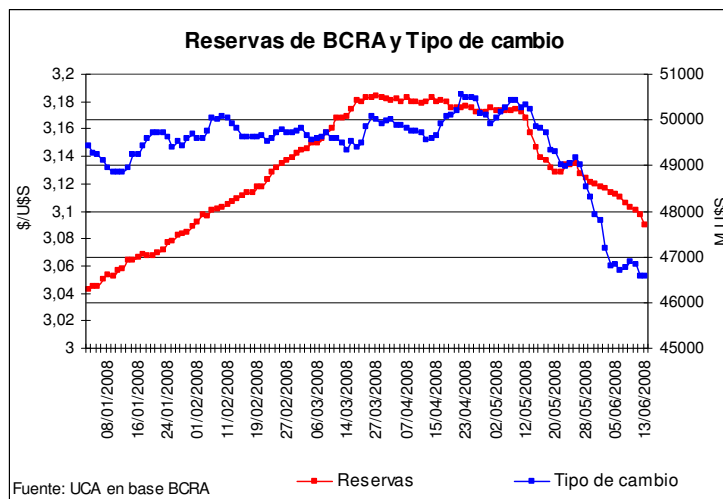
En principio, el BCRA ha modificado su política monetaria en los últimos treinta días, y aún es difícil entender dónde apunta, pues no hubo anuncios al respecto.

Principales variables de la política monetaria en Argentina

Concepto	Jun-07	Mar-08	Jun-08	Var % Jun 07/08
Reservas internacionales (MU\$S)	41.724	49.814	47.709	14,3
Base Monetaria	82.670	97.719	100.007	21,0
Circulación monetaria	61.521	72.572	73.906	20,1
Billetes y monedas en poder del público	56.244	66.065	66.761	18,7
Efectivo en entidades financieras	5.277	6.507	7.145	35,4
Depósitos de los bancos en CC en \$ en el BCRA	21.149	25.147	26.101	23,4
Depósitos en efectivo en las entidades financieras	184.695	216.232	218.921	18,5
En cuentas corrientes	46.882	45.428	53.744	14,6
En caja de ahorros	37.944	47.585	45.807	20,7
A plazo	86.362	106.674	106.051	22,8
Otros depósitos	13.482	16.545	13.319	-1,2
Préstamos de las ent financieras al sector privado	85.883	111.684	119.161	38,7
Tasas de interés por préstamos entre ent fin, en %	7,85	7,82	9,3	18,5
Tasas de interés por depósitos a 30 días de plazo en entidades financieras, en %	7,38	8,55	14,22	92,7
Tasas de interés de LEBAC (a 90 días), en %	7,85	10,83	10,8	37,6
Tipo de cambio (\$/U\$S)	3,075	3,153	3,0523	-0,7

Fuente: UCA-PAC en base a BCRA

El saldo actual de Reservas Internacionales en el BCRA es de U\$S 47.709 M, habiendo descendido U\$S 2.100 M desde marzo debido a las ventas de moneda norteamericana que la entidad realizó en los dos últimos meses del año. Así, la "habitual" compra de divisas de los últimos meses ha sido revertida.



El tipo de cambio, se ubica actualmente en torno a los \$/U\$S 3,05 habiendo descendido 3,5% desde marzo, momento en el cual se dio inicio a la crisis del campo. Se observa en el cuadro como el BCRA permitió descender al tipo de cambio desde \$/U\$S 3,20 hasta \$/U\$S 3,04, vendiendo USD 2.500 M en reservas, desde U\$S 50.000 M hasta U\$S 47.750 M.

La nueva política monetaria sería, por tanto, una combinación de un dólar levemente apreciado, una menor expansión de pesos para sostenerlo, y tasas de interés por altos montos más altas. Todo ello deviene en una política monetaria más combativa de la inflación.

Por otro lado, el BCRA se encuentra vendiendo dólar futuro a diciembre en el mercado mayorista a \$/U\$S 3.12, mostrando un sendero más lejano a la depreciación. Esto genera una oportunidad financiera: para altos montos, la tasa BADLAR a 30 días se ubica al 18% anual, lo que permite vender divisas al día de hoy a \$/U\$S 3.04 y asegurarse la recompra a \$/U\$S 3.12 en diciembre, ganando una diferencia en pesos importante. Claramente, éstos serían fondos que se sustraen del sistema productivo, con lo cual se vislumbraría por parte del BCRA alguna intención de desacelerar la economía.

El público minorista, en cambio, sigue demandando dólares, ante la desconfianza, y las bajas tasa de interés por montos menores, muy alejados de la inflación. De todos modos, una tasa pasiva, por altos montos, del orden del 18% anual, con una inflación del 25-30%, sigue siendo negativa en términos reales, con efectos poco claros sobre la inflación.

[Volver al Índice](#)

Sector Fiscal: El gasto sigue siendo procíclico

Por Ernesto A. O'Connor y Belén Staudenmann

Introducción

En esta nota se revisa el panorama fiscal del Sector Público Nacional hacia el 1º cuatrimestre de 2008. Por un lado, los recursos vienen creciendo como consecuencia de las reformas tributarias recientes, y la inflación, y por otro, el gasto continúa impulsado por las transferencias al Sector Privado-Subsidios, que el acumulado enero-abril crecieron 63% anual.

Los Recursos crecen de la mano de la mayor inflación

En primer lugar, cabe destacar, que la política fiscal sigue siendo procíclica, es decir, que a medida que sube el PIB, sube el gasto. Esto, que en otro contexto podría llegar a no ser preocupante, en un ámbito inflacionario de entre 25-30% anual realimenta el alza en los precios.

La recaudación tributaria hacia el 1º cuatrimestre del año totaliza \$103.522 M variando 39.9% con respecto a lo recaudado durante el mismo período de 2007.

Los impuestos de mayor incidencia en dicho total son el IVA DGI (se recaudaron \$20.100 M que representan 20% de los ingresos tributarios), el impuesto a las Ganancias (totalizaron \$ 19.092 siendo el 18,4% del total), las Contribuciones a la Seguridad Social (se recaudaron \$19.073 M), los Derechos de Exportación (totalizaron \$14.157 M), y el Impuesto al Cheque (totalizaron \$7.649 M).

De todos estos, el impuesto que mayor crecimiento experimentó en el 1º cuatrimestre de 2008 son los Derechos de Exportación que aumentaron 102% anual. En total, la recaudación tributaria creció 39.9%, tal como expuesto anteriormente. Las causas de esta importante variación están dadas, por un

lado, por la inflación, que según estimaciones propias del UCA-PAC, rondaría el 25% al 30%; por otro, debido el alza –desacelerada- en el consumo y, por último, debido a los cambios introducidos hacia marzo de este año en las alícuotas de las Retenciones a las exportaciones, móviles, que ya habían sido modificadas en noviembre de 2007, además de una nueva explosión de precios internacionales de los commodities en el primer trimestre.

Recaudación tributaria del primer cuatrimestre

en millones de pesos

Impuestos	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Acumulado	V % 1er cuat.
IVA DGI	4.270,1	3.832,6	3.768,7	4.079,8	4.149,0	20.100,3	32,9
Ganancias	3.940,4	3.803,5	3.049,0	3.024,3	5.275,7	19.092,8	21,8
Créditos y Débitos en Cta. Cte.	1.579,7	1.505,1	1.274,2	1.605,1	1.685,8	7.649,9	37,9
Derechos de Exportación	3.215,2	2.525,7	2.199,5	2.997,9	3.219,2	14.157,6	102,0
Total Recursos Tributarios	21.729,0	19.604,2	17.689,4	20.240,7	24.259,1	103.522,3	39,9

Fuente: UCA PAC en base a MECON

En primer lugar, el tema inflación sigue siendo conflictivo puesto que las divergencias entre los indicadores oficiales y privados continúan. El último dato publicado por el IPC arroja una variación de 0,6% en mayo acumulando 3,9% de variación en los primeros 5 meses del año. Sin embargo, teniendo en cuenta que por ejemplo el IVA presenta en el mismo período una variación positiva de 38,9% si se netea este número del crecimiento en la actividad (8,8% según el dato del EMAE de marzo) se podría estimar un ritmo de crecimiento de los precios que rondaría el 30%. En definitiva, la inflación estaría impulsando la recaudación de la AFIP permitiendo mantener un ritmo de gasto primario de suba de 43,6% anual, sin verse demasiado perjudicado el superávit primario.

Las Retenciones, por su parte, fueron modificadas por última vez en marzo de 2008, momento hasta el cual algunas de las alícuotas vigentes eran: para el trigo 28%, maíz 25%, soja 35%, girasol 32%, entre otros. A partir de la resolución del 12 de marzo la alícuota por producto se calcula en base a los precios FOB, básicos, de corte y una alícuota marginal dispuesta, en un esquema de retenciones móviles en función del precio internacional. El resultado fue una mayor capacidad de recaudación por parte del fisco que hacia mayo lleva acumulados \$14.157 M en concepto de Derechos a las exportaciones, lo que significa un crecimiento de 102% anual en estos ingresos. Esta suba está explicada por los mayores precios internacionales y por el rezago administrativo de casi dos meses en la liquidación del tributo, y no contempla a mayo los efectos del paro agropecuario de tres meses, del 13 de marzo al 18 de junio.

En total, los ingresos corrientes del 1º cuatrimestre totalizaron \$64.798 M con una variación de 44% anual, empujados más que nada por los crecientes ingresos tributarios. Otras fuentes de ingresos del Sector Público Nacional fueron los Ingresos no tributarios (totalizan \$ 1.401 M) y las ventas de bienes y servicios de las administraciones públicas (que totalizan \$270 M), entre otros, más transferencias del BCRA.

Las erogaciones, muy alcistas

El gasto público comienza a ser nuevamente objeto de análisis debido a que, a pesar de los anuncios oficiales de desacelerar el ritmo de crecimiento, éste no baja.

SPN 2008: Efecto de los subsidios

en millones de pesos

Concepto	1º cuat 2007	2007	1º cuat 2008	Var % (1º cuat 07/08)
Gasto Público Total	43.247,9	154.777,8	58.397,7	35,0
Gasto Primario	47.727,2	172.991,9	68.530,6	43,6
Transferencias corrientes a provincias	1.641,4	6.670,2	1.566,9	-4,5
Subsidios y Préstamos a Sectores Económicos	2.641,1	21.333,3	6.117,5	131,6
-Al sector energético	1.069,1	12.390,7	3.397,2	217,8
-Al sector transporte	1.182,9	5.625,3	1.793,7	51,6
-A otros sectores	389,3	3.481,3	926,5	138,0

Fuente: UCA-PAC en base a ASAP y MECON

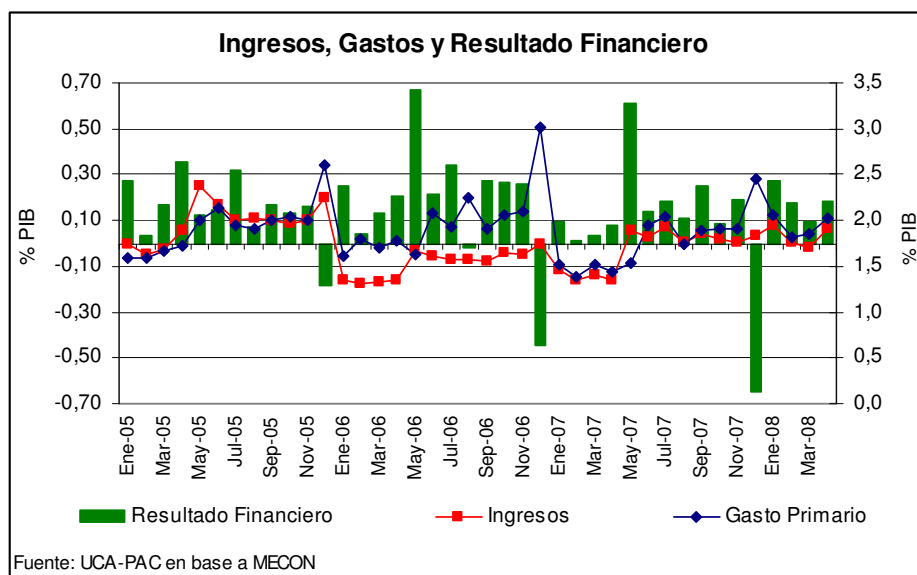
El Gasto Público total acumula en el 1º cuatrimestre \$58.397,7 M y ha crecido 35% con respecto al mismo período del año anterior. Los conceptos que mayor peso han tenido en este total fueron, en primer lugar, las Transferencias corrientes que suman a abril de 2008 \$16.784,3 M. El 75% son transferencias al sector privado destinadas, principalmente, a subsidios hacia los sectores de energía y transporte con el objetivo de mantener tarifas controladas.

Las Cuentas Públicas de publicación mensual de Secretaría de Hacienda no presentan desdobladas estas partidas, con lo cual existe poca información con respecto al destino de las Transferencias corrientes. Sin embargo, tomando como fuente a la ASAP, se puede concluir que los subsidios al sector energético aumentaron 217% (fueron \$3.397 M) como consecuencia de la crisis y al sector transporte, 51,6% (\$1.793,7 M), tal como puede observarse en el cuadro adjunto. El resultado es un gasto en concepto de transferencias al Sector Privado que han aumentado 63,5% anual, según lo informado por la Secretaría de Hacienda.

Las transferencias al sector público, por su parte, crecieron 20,3% y se componen de erogaciones hechas hacia las provincias (sin contar los gastos por coparticipación) y Universidades. En total, estas transferencias fueron, durante el período analizado, \$3.957,5 M. Se observa una desaceleración de 4,5% en las transferencias a provincias.

Por otro lado, los gastos por Prestaciones a la Seguridad Social fueron los mayores dentro del total de gastos corrientes totalizando \$18.622,1 M y creciendo 37,3% con respecto al año anterior, período que resultó impactado por la moratoria previsional que permitió el acceso al haber jubilatorio a cerca de 1,3 millones beneficiarios.

Los gastos de capital ascendieron a \$7.317,3 M y corresponden a gastos en concepto de Inversión Real Directa, Transferencias de Capital e Inversión Financiera. De estos tres, las Inversiones Directas fueron las que más crecieron (46,3%).



En definitiva, el Gasto Primario asciende a \$ 68.530 M, aumentando 43,6% anual, más que los ingresos tributarios en los primeros meses de 2008.

El Resultado Financiero de los primeros cuatro meses asciende a \$6.429,8 M. Tal como puede verse en el gráfico, a partir de 2006 los ingresos presentan cierto amesetamiento y el gasto una cierta aceleración. Hacia 2007, tanto recursos como gastos se vieron impulsados si bien estos últimos lo hicieron con mayor ritmo lo cual derivó en una caída del superávit financiero.

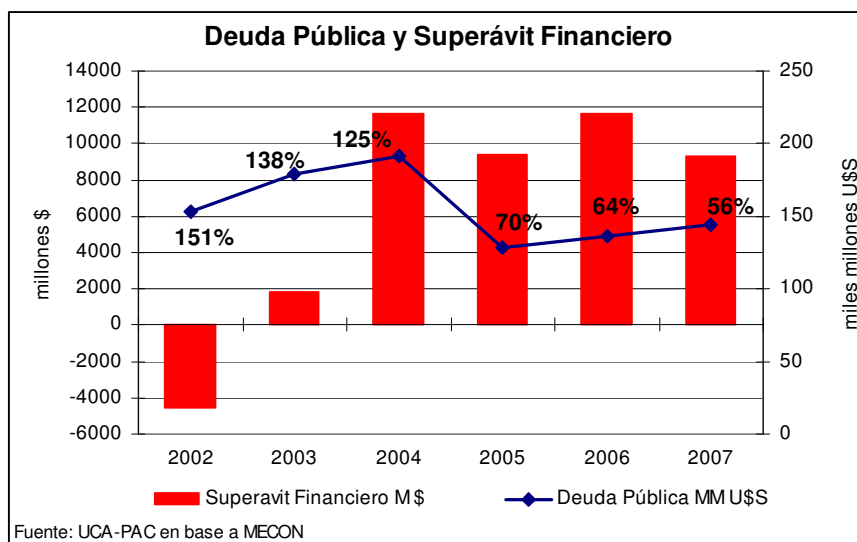
En los primeros meses de 2008 se puede observar como los gastos crecen a un ritmo mayor que los ingresos; aún así, dados los niveles históricos previos, el resultado financiero se recupera nominalmente llegando a \$6.429,8 M.

No se vislumbra una política fiscal contracíclica

Una realidad evidente de la política fiscal es que, con este nivel de superávit financiero, y con estas prioridades en la asignación de gasto, con fuertes subsidios, no es posible ingresar en una política fiscal contracíclica.

En estos casos, con abundancia de recursos públicos, las crecientes erogaciones van hacia subsidios para mantener precios y tarifas bajas. De este modo, no es posible ingresar en un sendero de reducción del stock de deuda pública. Como se observa en el gráfico, si bien la deuda cae en relación al PIB, su monto nominal crece desde el canje de 2005, y se ubica a fines de 2007 en casi U\$D 150.000 millones, el 56% del PIB.

Un ejemplo es el caso de Chile, donde la deuda pública es el 5% del PIB, luego de fuertes cancelaciones de capital. Otro más reciente es el de Brasil, que apunta este año a llevar la deuda al 35% del PIB.



[Volver al Índice](#)

Columnas de Actualidad *

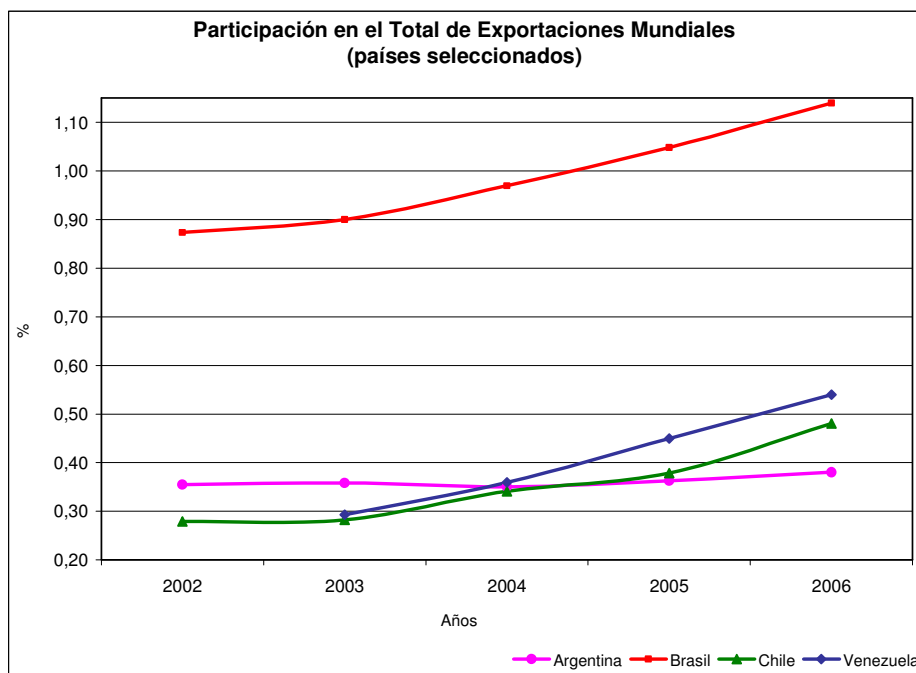
Reflexiones sobre el tipo de cambio “competitivo”

Por Alejandro D. Jacobo²

En 2002 la Argentina realizó una devaluación de magnitudes muy significativas que fue sostenida en el tiempo —intervención de la autoridad monetaria mediante— en un valor que, en términos aproximados, podría afirmarse se sitúa alrededor \$ 3,10 por dólar estadounidense. Sin entrar a considerar aquí los costes que ha debido soportar la economía nacional para mantener esa política, se ha indicado que este tipo de cambio favorece las exportaciones argentinas, pues su valor constituye uno “competitivo”, esto es, un tipo de cambio real —aquel que mide en una misma moneda el coste de los bienes entre países— en un nivel que el policy-maker considera ideal para posicionar las exportaciones de bienes locales como asequibles para el resto del mundo, o, al menos, para algunos mercados extranjeros.

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

² Departamento de Economía, Pontificia Universidad Católica Argentina y Universidad Nacional de Córdoba. La opinión es exclusiva responsabilidad del autor y no compromete a las instituciones de pertenencia.



Empero, el tipo de cambio real alto o “competitivo” no parecen haber aumentado significativamente las exportaciones como se podría suponer. Si se observa la participación de las exportaciones de algunos países en el total mundial desde el año 2002 hasta el 2006 —último dato proporcionado por la Organización Mundial del Comercio—, se aprecia claramente que las exportaciones argentinas crecieron, pero a una tasa mucho menor de lo que lo hicieron, por ejemplo, las de algunos países sudamericanos, tal el caso de Brasil, Chile y Venezuela, poseedores de otra situación cambiaria.³

Sucede que, aunque el nivel del tipo de cambio no debería descuidarse para el fortalecimiento de las exportaciones, la competitividad de una economía proviene de elementos de otro tipo, vinculados éstos con aspectos en todo caso más reales. Cuentan aquí un sistema financiero sólido que financie exportaciones y que genere, a su vez, confianza internacional para abrir —eventualmente— cartas de crédito; cuentan, también, reglas estables en el tiempo e instituciones creíbles, una correcta identificación de las verdaderas ventajas comparativas de la economía en cuestión, una selección inteligente de los mercados a los que se desea llegar y, evidentemente, hacer absolutamente todo con el coste mínimo. Esto conlleva tener en claro que las exportaciones no son una mera respuesta coyuntural a una recesión interna o a un tipo de cambio, pues quien lo crea permanecerá en el mercado internacional poco tiempo.

Algunos sostienen que las devaluaciones permitirían dar algún respiro para que los países pongan en práctica mejoras en la productividad, ya que, en definitiva, de eso se trata. Son estas mejoras las que, en última instancia, sintetizan los aspectos comentados y permiten compensar los efectos de caídas en el tipo de cambio real. “¿Y la productividad entonces?”, podría inquirir el lector. Lamentablemente, no es ésta la columna para responder a tal inquietud, no por falta de voluntad, pero por inexistencia de un estudio serio al respecto. Va una pista: tras una devaluación no hace falta una mejora de productividad, ya que cualquier esfuerzo resultaría innecesario gracias a aquélla. Otra señal: es

³ Excepto Argentina, los países han sido seleccionados al azar y otros podrían ser utilizados en reemplazo de aquéllos con observaciones similares.

conocida la ausencia de inversiones en la Argentina y, consecuentemente, la de mejoras en la tecnología. De todos modos, como quiera que resulte y cualquiera sea la creencia que se tenga sobre los efectos de una devaluación, cuando ésta se evapora realmente en el tiempo y con ella la presunta ayuda que se ha intentado, posiblemente se tenga una economía igual o menos productiva que antes.

“¿Y qué es lo que acelera los tiempos de tal desaparición?”, podría ser ahora la pregunta. Y la respuesta es sencilla: la inflación. Si el tipo de cambio real mide en una misma moneda el coste de los bienes entre países, un coste mayor en Argentina (aumento en los precios) lo disminuye. En palabras técnicas: la inflación conduce a una apreciación del peso con relación a otras monedas.

Es entonces cuando el tema de la inflación empieza a preocupar. Es decir, no es que antes no concitara atención, pero la depreciación del dólar en relación con otras monedas (euro), que fue de 11% en 2007 por ejemplo, junto a la estabilidad del peso con la moneda norteamericana, hizo que la depreciación de aquél se trasladara al éste, lo que no vino sino a atenuar la pérdida de competitividad del tipo de cambio. Como, en general, el dólar se depreció frente a otras monedas latinoamericanas, la Argentina pudo mantener el tipo de cambio real relativamente alto a pesar de la suba de precios.

Pero, a medida que la inflación continúe su escala ascendente —por la dinámica que sea— y si el dólar no experimenta fuertes retrocesos contra otras monedas internacionales, la economía, es decir, el modelo argentino, se tornará cada vez más vulnerable.

En suma, el tipo de cambio no ha favorecido a las exportaciones —no al menos como cabría esperar—, la productividad de la economía está lejos de haber mejorado y la reciente inflación erosiona el tipo de cambio real. No es en vano señalar que todas estas cosas demandan una esmerada atención que nadie parece estar dispuesto a darle. No aún.

[Volver al Índice](#)

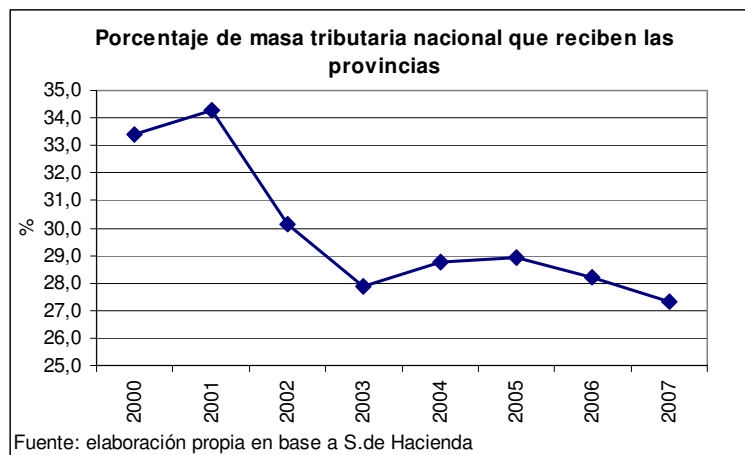
Repensando el Problema Federal

Por Dr. Marcelo F. Resico⁴

Es conocido que buena parte del debate actual entre el sector agropecuario y el gobierno sobre las retenciones está relacionado con un mal funcionamiento del federalismo en la Argentina. Una primera aproximación a este problema es netamente económica, dado que el origen regional de los recursos tributarios es mayor que el destino del gasto nacional que retorna a esas mismas regiones. Sin embargo, en esta columna intentaremos mostrar cómo la cuestión del federalismo implica cuestiones no sólo económicas, sino también institucionales y estructurales, las cuales son requisitos para una aproximación de solución más integral.

En la actualidad, desde la devaluación, el problema del económico de la distribución federal de ingresos públicos se profundizó por nuevos impuestos cuya recaudación va a la caja nacional (se recaudan federalmente pero no se coparticipan). Entre ellos el principal son las retenciones, y algo similar sucede con el impuesto al cheque del que el 70% no se coparticipa.

⁴ Investigador y profesor del Departamento de Economía de la UCA



Para evaluar la distribución actual tomemos como punto de partida que la última ley de coparticipación vigente (23.548/1988) estipula que de la masa tributaria nacional se debe coparticipar el 34% (56,66% de la masa coparticipable). Como podemos ver en los datos del gráfico adjunto (de los cuales el dato para 2007 es estimación propia) se puede apreciar cómo esta cláusula se ha ido incumpliendo hasta llegar a un porcentaje coparticipable de alrededor del 28%.

Sin embargo como sostenemos la cuestión del federalismo implica otros aspectos. Asimismo tiene un recorrido histórico, que quizás convenga repensar sobre todo en vistas que nos vamos acercando a las fechas del bicentenario de nuestra Nación. Desde este punto de vista el problema federal no es solo económico sino también político y hasta cierto punto de distribución geográfica de los recursos como infraestructura, etc.

En nuestra historia es un principio de la discusión el enfrentamiento entre federales y unitarios por la organización nacional. Una primera solución a este problema fue abordada por nuestra Constitución, que consagró, al menos, teóricamente el federalismo y dotó al gobierno de un Senado que implicó una fuerte presencia federal. Pero la institución que contra-balanceaba esto era la Intervención Federal que podía ejercer el Poder Ejecutivo con aprobación del Congreso.

Para esta época la provincia de Buenos Aires accedió a la nacionalización de los ingresos de la aduana. Por otra parte la integración económica a la economía internacional implicó la generación de una infraestructura radial cuyo centro estaba ubicado en el puerto de Buenos Aires, con lo cual se reforzaba la tendencia centrípeta.

Pero existió otra cuestión política que reforzó el centralismo, si bien de una forma indirecta: la ley Saenz Peña de 1916. Al ampliar la participación democrática a las clases populares, consagró el sistema proporcional en lugar del de circunscripciones uninominales. Desde ese entonces los partidos con mayor peso en los distritos urbanos más populosos controlaron los resultados electorales.

El surgimiento del sistema impositivo de coparticipación tuvo lugar durante la década de 1930 al virar la economía hacia una intervención del estado mayor y una caída de las exportaciones que requerían recursos tributarios internos. Si bien el sistema surgió de una manera bastante lineal, es decir la que más aportaba, más recibía, luego la idea que se impuso fue que las provincias ricas resignaran parte de su ingreso para el desarrollo de las relativamente más

pobres. Cosa, que por otra parte vemos vulnerada en la actualidad luego que el sistema resultó tensionado por las crisis económicas y políticas más diversas.

El problema del federalismo es complejo, implica un doble requerimiento de unidad en la dirección del país y el mayor grado de autonomía de las partes. Asimismo tiene dimensiones económicas, institucionales y de desarrollo geográfico.

En cuanto a la primera es necesario rediscutir como lo implica la Reforma Constitucional de 1994 una nueva ley de coparticipación que refleje mejor las necesidades de las provincias frente al estado Nacional. En cuanto al desarrollo de las regiones, estamos ante un cambio estructural de la economía internacional, signado por el crecimiento económico del Asia, que implicará un gran cambio estructural, tanto por el lado de la demanda de alimentos y materias primas como porque tenderá a favorecer las vías de comunicación con el Pacífico, estableciendo líneas de comunicación más trasversales.

La cuestión central, de todos modos pasará por lo institucional, por el acuerdo político y por los medios político-institucionales para realizar todo esto. Sin embargo pareciera que aún no contamos con la suficiente cultura política para darle cauce a soluciones más equilibradas.

[Volver al Índice](#)
