

## Sumario

- 2 Editorial Económica
- 7 Editorial Política
- 8 Editorial Financiera
- 9 Editorial e Indicadores CENE

## Highlights

### Editorial Económica

Luego del fallecimiento de Néstor Kirchner esperamos que el gobierno no cambie su política económica básicamente por dos motivos. El primero, por convicción. Cristina Kirchner viene acompañando y defendiendo todas las políticas implementadas desde el año 2003. Es decir, desde mucho tiempo antes de que asumiera como presidente. (Continúa en pag. 2)

### Editorial Política

El cachetazo de Graciela Camaño a Carlos Kunkel, más allá del hecho físico, debe ser interpretado políticamente como el gesto de desesperación de una parte de la clase dirigente argentina, la cual no encuentra ni los medios ni los fines de su propia existencia. La oposición política se encuentra actualmente desmembrada y desorientada, asustada al ver que se acercan las elecciones y no puede definir un eje de propuestas con las que interesar al electorado. (Continúa en pág 7)

### Editorial Financiera

Algunos años atrás a nadie se le hubiera ocurrido pensar que el futuro de la economía mundial tendría como principales protagonistas a las economías emergentes. También hubiera sido impensado que los países centrales iban a caer en los mismos errores en los que el mundo emergente cayó durante décadas, llámese sobreendeudamiento y déficit fiscales preocupantes. (Continúa en pág. 8)

### Editorial e Indicadores CENE

2010 será otro año con un incremento de los precios al consumidor superior a 25% y con tendencia a seguir creciendo. El Índice de capacidad de pago de la Argentina (ICPA) experimentó en septiembre un incremento de 6,8 %. En comparación con igual mes de 2009, se advierte un alza de 61,9%. El Índice de confianza en el sistema financiero (ICSF) registró en octubre una declinación de 1%. (Continúa en en pág. 9)

## Staff

### *Director:*

Mariano Merlo

### *Economista en jefe:*

Marcos Ochoa

### *Economista Invitado:*

Marcelo Dabós

### *Analistas:*

Álvaro Pereira  
Alfonso Brandi  
Maximiliano Mezzamico  
Cristian Thomander  
Federico Mac Dougall  
Marcelo Cornejo  
Ruben Kriskovich

### *C.E.N.E.:*

Victor A. Beker

### *Diseño y Diagramación:*

Editorial Dunker  
Arion Point

### *Correcciones:*

Javier R. Barquet

## EDITORIAL ECONÓMICA

### EL PRÓXIMO GOBIERNO HEREDA UNA POLÍTICA ECONÓMICA INCONSISTENTE

Luego del fallecimiento de Néstor Kirchner esperamos que el gobierno no cambie su política económica básicamente por dos motivos. El primero, por convicción. Cristina Kirchner viene acompañando y defendiendo todas las políticas implementadas desde el año 2003. Es decir, desde mucho tiempo antes de que asumiera como presidente. Y luego, porque no tiene incentivos para cambiar, dado que las autoridades saben que cualquier corrección a la política económica al principio generará algunos costos y los beneficios vendrán con el tiempo. Teniendo en cuenta que para las elecciones faltan apenas algunos meses, el gobierno debería enfrentar los costos en plena campaña electoral y los beneficios llegarían recién después de las elecciones. Entonces, por convicción y por incentivos, el gobierno tratará de mantener la misma política económica durante el año entrante.

Por política económica se entiende al conjunto de medidas aplicadas por un gobierno, con la intención de conseguir determinados objetivos económicos. Entre los más importantes se encuentran: crecimiento económico, estabilidad de precios y generación de empleo. En términos generales, a la política económica se la puede dividir en política fiscal, monetaria y de ingresos.

Por el lado de la política fiscal, se observa que el gasto público registró un comportamiento muy expansivo durante el último año y medio. En realidad, la política fiscal es muy expansiva desde 2006. A partir de este año, los ingresos registraron una variación inferior a los gastos, lo que terminó impactando negativamente en el comportamiento de las cuentas públicas. En 2005, Argentina tenía un superávit primario nacional de 3,7% y en 2009 registró un déficit en torno a 0,4% (1). Para este año se proyecta un resultado negativo levemente inferior al del año pasado. Es de esperar que durante la campaña electoral se profundice este comportamiento.

Si consideramos el gasto público, acumulado 12 meses o año móvil, éste viene creciendo por encima del 30% anual desde principios del 2007. Pero a modo de ejemplo, es bueno recordar que durante la última campaña presidencial, las erogaciones registraron una expansión superior a 40% anual.

En términos monetarios, desde fines del año pasado, se registra una aceleración en las tasas de crecimiento de los

agregados monetarios privados (2). Esta evolución, se debe a que el BCRA no sólo se encuentra emitiendo para sostener el tipo de cambio, sino también para financiar al sector público. A su vez, esto se produce en un contexto de tasas de interés reales negativas.

En diciembre del año pasado, los agregados monetarios privados registraban una variación en torno al 15%, mientras que en el mes de octubre de este año mostraron una variación promedio de 32%. En lo que va de 2010, el tipo de cambio nominal registra una devaluación promedio en torno al 5% anual. Por su parte, la tasa de interés Badlar, se ubica a alrededor de 10% anual cuando la inflación actual es más del doble. Este comportamiento de las variables desincentivan el ahorro y estimulan fuertemente el consumo.

Por el lado de los ingresos, el gobierno intercede, para que se firmen convenios colectivos que responden más a las propuestas de los sindicatos, que a las realidades de cada sector productivo. Los salarios vienen creciendo fuertemente en los últimos años (3). A fines de 2009, los salarios registraban un incremento en torno a 16% y, en la actualidad, crecen alrededor de 28%. En muchos sectores productivos, estos mayores costos laborales se trasladaron a los precios de los productos finales, dado que no pudieron ser compensados con incrementos de productividad.

Todas estas políticas expansivas que el gobierno viene aplicando generan fuertes presiones inflacionarias, dado que impactan en los costos empresarios o estimulan la actividad económica por encima de la capacidad productiva de las empresas. En términos más simples, podemos decir que la elevada inflación se debe a que el gasto público, los agregados monetarios y los salarios crecen muy por encima de la actividad económica.

El PBI durante el IT-10 registró una variación de 5,2%, en el segundo trimestre, de 10,3% y durante el tercero el crecimiento fue de 7,1%. Es decir, durante los primeros 9 meses del año la expansión económica fue en promedio de 7,5%. Estas altas tasas de crecimiento se deben, en gran parte, a que estamos comparando contra un período altamente recesivo como fue el primer semestre de 2009. A partir de ahora, es de esperar que el crecimiento de la economía sea inferior, porque comenzamos a comparar contra niveles de mayor actividad. En el caso de la industria, que registra un crecimiento de 9,4% durante los primeros 10

1. Situación fiscal sin considerar los ingresos por utilidades del BCRA y de la ANSES, y sin DEG.

2. Los agregados monetarios son distintas definiciones de oferta de dinero. M1=circulante + cuentas corrientes. M2=M1+ cajas de ahorro. M3=M2+depósitos a plazo fijo.

3. Con respecto a esto hay dos opiniones. Algunos analistas postulan que los salarios se incrementan fuertemente porque la inflación es alta y otros que la inflación es alta por los aumentos salariales. Seguramente la realidad está en un punto intermedio entre las dos posturas. 3.-Situación fiscal sin considerar los ingresos por utilidades del BCRA y de la ANSES y sin DEG.

## EDITORIAL ECONÓMICA

meses, aun si no enfrentaran problemas de restricciones energéticas, es poco probable que pueda sostener estas tasas de crecimiento en el tiempo, dado que se encuentra trabajando con una alta utilización de capacidad instalada. En términos generales, las empresas no podrán incrementar la producción porque se encuentran con restricción de planta.

Por último, si tenemos en cuenta que la inversión se ubica en torno a 22% con respecto al PBI, lo más probable es que la oferta de bienes no se incremente considerablemente en el corto plazo. Para poder sostener las elevadas tasas de crecimiento actuales, es necesario que la inversión se encuentre varios puntos por encima del nivel vigente. A su vez, en algunos sectores, por la baja de rentabilidad se registran problemas de oferta. Lo que agrava aun más el problema inflacionario.

Si tomamos como referencia el año 2003, la producción de petróleo y de gas viene disminuyendo. La producción de gas es muy importante para nuestro país, porque de este combustible depende el 50% de la producción eléctrica. Por otro lado, en el caso del sector ganadero, la producción en toneladas de carne en este período se redujo levemente. Sin embargo, si comparamos con el año anterior la caída se ubica en torno a 15%. La menor oferta en estos sectores obedece a la baja de rentabilidad, que se explica fundamentalmente por las distintas políticas implementadas por el actual gobierno. La caída en la producción de carne ya se está sintiendo en los precios de los comercios minoristas. Mientras que en el caso del gas, la menor oferta local se disimula con importaciones. Y por el lado de los precios, aún no se observan incrementos más elevados gracias a los subsidios estatales. En este contexto, es de esperar que los precios de estos productos claves tiendan a incrementarse aun más en el mediano plazo. Sin lugar a dudas, el actual gobierno no hará nada para solucionar los problemas de rentabilidad en estos sectores. Esto lo tendrán que empezar a resolver las autoridades que asuman en diciembre de 2011.

En este contexto, como era de esperar, el crecimiento de los precios se aceleró fuertemente. En términos anuales, la inflación a fines de 2009 se encontraba en torno a 15% y al mes de octubre fue de 25%. Es decir, en apenas ocho meses se aceleró 10 puntos. Para el mismo período, el precio de los alimentos registró un incremento en torno al 35% anual. Si consideramos los últimos 8 años, la inflación se ubicó por encima de los dos dígitos en seis años y en tres de ellos, lo hicieron por encima de 20% (variación que se puede considerar muy elevada).

A partir de este comportamiento de los precios, se observa un fuerte deterioro de la competitividad cambiaria y un incremento importante de los costos laborales en dólares. La inflación impactó negativamente en la competitividad cambiaria. Si consideramos el tipo de cambio real bilateral (TCRB) hoy tiene un valor de 1,19 (dic01=1) cuando el promedio para el período 2003-2006 fue de 2,01. Y para el caso del tipo de cambio real multilateral (TCRM), estos valores son 1,78 y 2,27, respectivamente. El fuerte incremento de los salarios en un contexto de estabilidad del tipo de cambio nominal aumentó fuertemente los costos laborales en dólares. Si consideramos el comportamiento de los salarios registrados desde la salida de la convertibilidad hasta hoy, el salario en dólares es 12% superior al de diciembre de 2001.

Para lo que queda de este año y para el entrante, es de esperar que, como parte de la campaña electoral, las autoridades profundicen todas estas políticas expansivas. A partir de esto, consideramos que la actividad terminará creciendo entre el 7 y 8% durante este año, con una inflación de alrededor de 27%. Y para el 2011, esperamos que la actividad registre una expansión de 6% con una inflación que se podría ubicar en torno a 30%. Con respecto al tipo de cambio, esperamos un comportamiento relativamente estable tanto para este año como para el entrante. Consideramos que el escenario más probable es que para este año termine en los \$4 por dólar y, para fines del 2011, se ubique en \$4,20. A partir de este comportamiento, el tipo de cambio real en relación al dólar se ubicará en un nivel muy justo para las empresas al momento que asuman las nuevas autoridades.

La herencia K es una política económica inconsistente en el tiempo, que genera inflación, desaceleración de la actividad económica, que no estimula la inversión y con una tendencia al retraso cambiario. De todas maneras, el problema de la economía Argentina es mucho más la tendencia de las variables, que los niveles. Los desequilibrios macroeconómicos, al día de hoy, parecen manejables. El comportamiento de la inflación, es un tema que las próximas autoridades deberán considerar como un problema preocupante. Dado que en el contexto actual, más temprano que tarde, estos niveles de incrementos de precios terminan impactando negativamente en la inversión y, por lo tanto, en las tasas de crecimiento futuras. Es decir, de mantenerse en el tiempo la política económica actual, el escenario más probable es la desaceleración de la actividad con elevada inflación. A su vez, si la variación de los precios se mantiene elevada, generará conflictos sociales. Esto se debe a que los sectores de más bajos recursos siempre tienen menor margen para

## EDITORIAL ECONÓMICA

poder cubrirse de los incrementos de los precios. De hecho, desde 2006 los salarios de los empleados registrados vienen perdiendo poder adquisitivo. Y los indicadores de las consultoras privadas muestran que la pobreza se encuentra por encima de 30%. Este porcentaje es muy elevado, especialmente si consideramos las altas tasas de crecimiento que registró la economía durante los últimos años. Sin lugar a dudas, la inflación está impactando negativamente en las variables sociales.

A pesar de este escenario, el comportamiento actual y esperado de las variables le dará tiempo al nuevo gobierno para realizar las correcciones necesarias a la política económica. Es decir, los desequilibrios macroeconómicos son manejables, hoy estamos lejos de la herencia de Menem, de una posibilidad de hiperinflación y de un default de la deuda. De todas maneras, el próximo presidente contará con dos aspectos positivos. El primero, el bajo nivel de endeudamiento de la economía y el otro, un contexto internacional favorable. El nivel de endeudamiento en términos de PBI, luego del último canje, se ubica en torno a 49%. Si descontamos los bonos que tienen los distintos organismos del sector público, la deuda se reduce a 24,4% del producto. Si comparamos con otros países, este nivel de endeudamiento resulta realmente bajo. Por el lado internacional, las únicas preocupaciones podrían venir por una devaluación importante del real y por una recesión a nivel internacional que termine impactando en los precios de las commodities. Ambos escenarios, si bien no tienen nula probabilidad, se consideran de muy baja posibilidad de ocurrencia.

A partir de lo anterior, el próximo gobierno deberá aplicar una política económica que, de manera gradual, tenga como objetivo el crecimiento económico con una tendencia a la estabilidad de precios. La construcción de poder político será fundamental para realizar los cambios necesarios que se requieren para darle consistencia a la política económica. El nuevo gobierno tiene como desafío llevar adelante una política económica que haga compatible el crecimiento económico con la estabilidad de precios. Es decir, ni más ni menos que darle a la economía mayor previsibilidad y confianza para incentivar la inversión, consolidar el crecimiento, generar empleo y bajar la pobreza. A su vez, si en el próximo mandato presidencial se logra recomponer el clima de los negocios, dado el bajo nivel de endeudamiento de la economía, se recuperaría el crédito externo tanto para el sector privado como para el público.

Los instrumentos básicos para dar mayor certidumbre económica son el presupuesto nacional y el programa monetario. Ambos deberán resultar posibles de cumplir, creíbles y compatibles con el objetivo de estabilidad con crecimiento. El rol del comportamiento de los sindicatos será fundamental. En este sentido, hay que buscar un mecanismo más amigable para la resolución de los conflictos sociales y salariales. Y lo más importante, como parte de una política de estabilización de precios, es que los salarios deberán incrementarse a partir de ahora por la inflación esperada que deberá percibirse como decreciente.

De manera simultánea a lo anterior, se deberá recuperar la credibilidad del INDEC. Dado que las estadísticas públicas son fundamentales para la política económica y para la toma de decisiones en las empresas. Para el sector público es muy importante, porque les permite a las autoridades evaluar con veracidad los resultados de la política económica. Y para el sector privado, las estadísticas son un insumo básico para los estudios de mercado, para el análisis de los proyectos de inversión y para la elaboración de presupuestos.

En resumen, el rol de la política será fundamental para devolverle consistencia a la política económica. Es decir, se deberán generar consensos básicos en torno a la recuperación de la solvencia fiscal, aceptar un programa monetario no inflacionario y lograr incrementos salariales algo más moderados. Todo esto con el objetivo de conseguir de manera gradual un escenario de estabilidad de precios con crecimiento económico sostenido.

Por el Licenciado Marcos Ochoa (Economista en Jefe)  
y equipo económica de UB MacroSíntesis

## EDUCACIÓN EJECUTIVA

Informes e inscripción:  
Lavalle 485,  
Ciudad de Buenos Aires  
República Argentina  
Tel/Fax 4393-5588  
(Lineas Rotativas)

Marcelo T. de Alvear  
Ciudad de Buenos Aires  
República Argentina  
Tel/Fax 4812-6460  
(Lineas Rotativas)

**Programas completos**  
de ambas sedes en:  
<http://executive.ub.edu.ar>

**e-mail:**  
[posgrados@ub.edu.ar](mailto:posgrados@ub.edu.ar)

**Web institucional:**  
[www.ub.edu.ar](http://www.ub.edu.ar)

## Cursos de Posgrado 2010

### Área Agronegocio

- Diplomado en Agronegocios

### Alta Performance

- Alta Performance Comercial - Semanal
- Alta Performance en Deportes - Intensivo
- Alta Performance en Deportes - Semanal
- Management de Alta Performance - Intensivo
- Management de Alta Performance - Semanal

### Certificate Tulane

- Certificate of Professional Business Administration

### Área Economía y Finanzas

- Contabilidad, Economía y Finanzas para no Especialistas
- Management Financiero
- Finanzas Personales
- Inversiones en Activos Reales y Financieros
- Finanzas Internacionales
- Diplomado en Análisis Técnico Bursátil
- Economía para la Toma de Decisiones
- Formulación y Evaluación de Proyectos de Inversión (Interior del País)
- Valuación de Empresas (Interior del País)
- Análisis de Productos Financieros (Interior del País)

### Área Management

- Call Center Management
- Diplomado Internacional en Management Estratégico
- Management Estratégico
- Diplomado en Management de Sucursales Bancarias
- Logística - ANDREANI
- Project Management Modalidades Quincenal
- Certificación en Management Gastronómico - Dirección y Puesta en Marcha
- Certificación en Management Gastronómico - Operaciones
- Diplomado en Dirección de Establecimientos Gastronómicos (Ambas Certificaciones)
- Análisis Estratégico e Inteligencia Competitiva
- Diplomado en Negociación: Nivel 1 - Programa de Negociación Intermedio
- Diplomado en Negociación: Nivel 2 - Programa de Negociación Avanzado
- El Arte de la Negociación: Un Enfoque de Juegos
- Gestión de Empresas de Servicios - Intensivo
- Seminario de Gestión de la Estrategia con el Balanced Scorecard
- Programa Ejecutivo en Negocios Internacionales
- Management para Mandos Medios - Semanal
- Management para Mandos Medios - Intensivo

### Marketing

- Marketing para no Especialistas
- Marketing Internacional: Estrategia y Procesos
- Marketing Internacional: Valoración de Operaciones y de Resultados en los Mercados Internacionales
- Marketing Industrial
- Marketing Relacional y CRM
- Gerenciamiento Comercial y Ventas
- Marketing de Alimentos y Bebidas
- Marketing de la Moda
- Acciones de Marketing



- Diplomado en Marketing y Psicología del Consumidor – Intensivo
- Diplomado en Marketing y Psicología del Consumidor – Semanal
- Estrategias de Marketing Web 2.0
- Programa de Análisis Inteligente de Datos y Data Mining
- Marketing y Clientes: Cómo Conseguirlos, Retenerlos y Crecer
- Diplomado en Marketing Avanzado - Intensivo
- Diplomado en Marketing Avanzado – Semanal
- Diplomado en Marketing de Servicios – Intensivo
- Diplomado en Marketing de Servicios – Semanal
- Diplomado en Ventas y Negociación – Intensivo
- Diplomado en Ventas y Negociación – Semanal

#### Área Recursos Humanos

- CURSO DE VERANO Desarrollo del Talento y Gestión del Cambio
- Diplomado en Recursos Humanos
- Proceso Integral de Búsqueda y Selección de Personal
- Capacitación y Desarrollo
- Dirección de Recursos Humanos por Competencias
- Compensación Total
- Expertise en Gestión del Capital Humano

#### Área Business Administration

- Coaching y Programación Neurolingüística
- Diploma en Business Administration
- Conducción Gerencial
- Diplomado en Antropología Empresarial

#### Área Imagen y Comunicación

- Comunicaciones Integradas de Marketing
- Estrategia y Creatividad Comunicación Pro Social
- Gestión Estratégica de las Comunicaciones
- Diplomado en Identidad e Imagen Corporativa
- Programa Intensivo en Identidad e Imagen Política

#### Área Mercado Farmacéutico y Relacionados

- Tecnología Médica
- Compras y Abastecimiento en la Industria Farmacéutica
- Gerenciamiento y Gestión de Negocios en el Mercado Farmacéutico
- Biotecnología Farmacéutica
- Marketing de la Industria Farmacéutica
- Desarrollo para Productos Farmacéuticos
- Producción e Ingeniería Farmacéutica
- Quality Assurance
- Control de Calidad en la Industria Farmacéutica

#### Operaciones

- Diseño de Gestión+Óptima: Módulo de Optimización
- Diplomado en Diseño de Gestión+Óptima

## EDITORIAL POLÍTICA

### LA ARGENTINA NO TIENE OPOSICIÓN

El cachetazo de Graciela Camaño a Carlos Kunkel, más allá del hecho físico, debe ser interpretado políticamente como el gesto de desesperación de una parte de la clase dirigente argentina, la cual no encuentra ni los medios ni los fines de su propia existencia. La oposición política se encuentra actualmente desmembrada y desorientada, asustada al ver que se acercan las elecciones y no puede definir un eje de propuestas con las que interesar al electorado.

La muerte de Nestor K los ha dejado sin su principal factor aglutinante. La desaparición del foco de todas las críticas dejó traslucir la falta de contenido de sus propias propuestas. Desde hace meses, la oposición basaba su discurso casi exclusivamente en la asociación entre antirepublicanismo y malos modos del ex jefe de Estado y líder del Frente para la Victoria (FpV). Muerto el político, muerto el discurso. Ahora deben afrontar el arduo desafío de criticar una economía con fuerte crecimiento y bajo desempleo, que muestra una foto más que prometedora a una clase media que por tradición no suele analizar más allá de su propio bolsillo.

El repunte en la imagen de Cristina K también dejó sin aliento a muchas propuestas opositoras. El aparente sólido reposicionamiento electoral de la Jefa de Estado parece haber convencido a muchos antiguos críticos de lo equivocado de sus planteos, y se largaron hacia una carrera desesperada por ser aceptados nuevamente cerca del oficialismo. Atrás quedaron las críticas hacia las prácticas del FpV o hacia sus ministros, todo se perdona ante la voluntad de ser aceptado en las listas electorales del gobierno para las elecciones de 2011.

¿Cómo puede suceder que hace un año exactamente estábamos anunciando el fin del kirchnerismo y hoy no le encontramos alternativa realista? ¿Existió el bloque opositor o se trató de una fantasía de la prensa?

El Bloque A, conformado por los principales referentes de la oposición, tuvo inicio fastuoso y final anunciado el mismo día de su conformación. La causa no se debe buscar sólo en sus líderes, sino en el sistema electoral nacional. La existencia de una segunda vuelta y la falta de cultura política partidaria han dado lugar a que en los últimos años surgieran innumerables partidos, aglutinados casi siempre en torno a una figura política o dos, que deben su existencia sólo a su capacidad de mantener la lealtad de sus minúsculos electorados.

En este escenario, es difícil pensar en una alianza de largo plazo entre referentes que compiten electoralmente por el mismo electorado, pues estarían firmando su propia sentencia de desaparición. Los referentes opositores deben constantemente diferenciarse del resto de la oferta electoral criticando al gobierno y a sus pares en forma contundente y violenta, si no lo hacen, se confunden con los otros y dejan de ser votados.

El sistema de doble vuelta ha generado, prácticamente, la desaparición de los partidos y dificulta fuertemente la conformación de alianzas de largo plazo, pues estas dejan de ser efectivas cuando se acercan las elecciones. Mientras no se produzca un cambio en el sistema, difícilmente podremos tener una oposición ordenada, votemos a quien votemos.

Por el Licenciado Federico Mac Dougal  
Analista político e internacional

## EDITORIAL FINANCIERA

### TIEMPOS DE CAMBIOS

Algunos años atrás a nadie se le hubiera ocurrido pensar que el futuro de la economía mundial tendría como principales protagonistas a las economías emergentes. También hubiera sido impensado que los países centrales iban a caer en los mismos errores en los que el mundo emergente cayó durante décadas, llámese sobreendeudamiento y déficit fiscales preocupantes. Es sabido que de esta situación no se sale de la noche a la mañana y que van a pasar años para que este panorama se revierta.

Las bajas tasas de interés de las economías centrales hacen que los capitales salgan en busca de mejores rendimientos. Es por eso que muchos fondos de inversión están apostando seriamente a un cambio en el motor del crecimiento mundial y toman posición en los principales emergentes. Si hay algo que nos enseña la historia financiera es que las cotizaciones pueden subir mucho más antes de que se las considere seriamente exageradas. Una prueba de esto es que el Índice MSCI BRIC de acciones de Brasil, Rusia, India y China subió más de 170% desde sus mínimos de 2008, mientras que el S&P 500 de Wall Street sólo subió 40% en el mismo período.

Argentina se está convirtiendo en una pieza atractiva porque hay expectativa de un tipo de cambio casi fijo y los rendimientos en pesos se traducen a rendimientos en dólares. Es por esto que en los últimos meses la fuga de capitales se fue revirtiendo, es decir, que los capitales que entran por una ventanilla ya no salen automáticamente por la otra. Lo que implica que las políticas de esterilización del Banco Central van a tener que ser muy efectivas para evitar que la base monetaria siga ensanchándose y genere peligros de aumento de la inflación.

Otra consecuencia de la bonanza financiera es la masiva emisión de títulos tanto públicos como privados de los últimos meses. Mucho tuvo que ver el canje de deuda, el principio de acuerdo con el Club de París y la baja del riesgo país. En el período enero-octubre el monto de las colocaciones privadas aumentó más de 100% con respecto a 2009 y se destaca la participación creciente de obligaciones negociables (ON). Este ingreso masivo de capitales es el combustible que muchas provincias están aprovechando para colocar deuda. En lo que va del año, las provincias de Buenos Aires, Córdoba y Chubut salieron al mercado concretando operaciones por encima de los USD 2.000 millones. Así, todas las expectativas pasan por lo que hará la Nación, dado que se le están haciendo ofertas para colocaciones a 8% anual.

Aprovechando este escenario, el directorio de YPF autorizó una emisión de ON por USD 300 millones en el marco de un programa de 1.000 millones. También la empresa Arcor hizo una colocación por USD 200 millones con una excelente respuesta por parte de los inversores internacionales. Las ofertas superaron en 10 veces el monto ofertado y se consiguió una atractiva tasa de 7,25%. A la luz de estos resultados, los bancos están preparando nuevas emisiones para colocar antes de fin de año.

### PERSPECTIVAS

El masivo ingreso de capitales puede ser visto como una oportunidad, pero también hay que tener en claro que es un riesgo potencial si no es correctamente administrado. Si bien hay temores por la formación de burbujas esto no debería ser un problema para el inversor experimentado dado que en sus fases iniciales los rendimientos pueden llegar a ser exponenciales. En otro orden de cosas, la expectativa de un tipo de cambio local casi fijo hace que se multipliquen las colocaciones en pesos a corto plazo dado que los rendimientos se pueden traducir a dólares. Así todo, los inversores siguen de cerca la situación de Irlanda y Grecia por el efecto contagio en caso de que su precaria condición se profundice.

**Por el Contador Marcelo Cornejo**  
**Analista Financiero**



# INDICADORES DE LA NUEVA ECONOMÍA



## Publicación del Centro de Estudios de la Nueva Economía Universidad de Belgrano

Director: Lic. Víctor A. Becker  
 E-mail: cene@ub.edu.ar

### SUMARIO

#### 1. Editorial

1.a ¿Una inflación soportable?

#### 2. Indicadores

2.a Avance en la capacidad de pago de la Argentina

2.b Leve retroceso en el índice de la confianza en el Sistema Financiero

2.c Fideicomisos Financieros

#### 3.-Artículo

3a ¿El Banco Central apuesta a la ortodoxia?

### EDITORIAL

#### ¿Una inflación soportable?

2010 será otro año con un incremento de los precios al consumidor superior a 25% y con tendencia a seguir creciendo. Sin embargo, llama la atención que dicha tasa de inflación no haya provocado mayores tensiones sociales; más aun, el tema no aparece entre los tres primeros problemas del país en las encuestas de opinión.

Tampoco se percibe que los aumentos de precios se reflejen en un importante descontento en los sectores que a priori deberían ser los más perjudicados: los trabajadores informales y los desocupados.

La respuesta estriba en que, hasta ahora, toda vez que los incrementos de precios dejan rezagado a algún sector de la sociedad, éste recibe una compensación que recompone su situación.

Así, las últimas paritarias han significado incrementos salariales iguales o superiores a la tasa de inflación, se actualizan semestralmente los haberes jubilatorios, se estableció la asignación universal por hijo para los hogares de menores ingresos y para los que no acceden al mercado laboral formal, etcétera.

Claro está que todos estos mecanismos de compensación –ya sea porque incrementan costos o porque generan déficit fiscal– actúan acelerando la inflación. Es como un perro

que se muerde la cola girando a velocidad creciente. Mientras ningún sector permanece postergado sine die la inflación resulta socialmente tolerable. De este modo, la inflación se ha venido duplicando, en promedio, cada dos años y medio. La incógnita es saber cuál es el techo de inflación socialmente soportable.

### INDICADORES

#### Avance en la capacidad de pago de la Argentina

El Índice de capacidad de pago de la Argentina (ICPA) experimentó en septiembre un incremento de 6,8 %. En comparación con igual mes de 2009, se advierte un alza de 61,9%.

Recordemos que el ICPA se elabora en base a un promedio ponderado de cuatro indicadores: resultado fiscal primario medido en dólares, tipo de cambio real, reservas del Banco

**ÍNDICE DE CAPACIDAD DE PAGO DE LA ARGENTINA (BASE JUN 2001 = 100)**

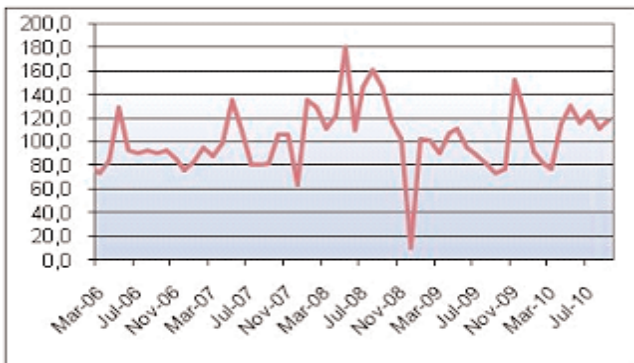
MES	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
enero	69,27	78,55	81,60	76,41	83,30	135,73	102,91	90,92
febrero	66,14	74,08	74,28	79,56	95,32	129,59	101,66	81,96
marzo	66,48	77,74	71,49	73,26	87,26	111,47	90,54	76,57
abril	70,74	90,78	98,49	83,63	98,40	121,42	107,77	114,21
mayo	97,24	145,80	119,84	129,11	135,04	180,6	111,35	130,20
junio	78,47	84,77	82,70	92,73	109,95	109,39	94,94	115,13
julio	72,53	85,00	93,48	90,06	80,36	146,38	88,84	125,54
agosto	71,95	87,86	92,24	92,52	80,46	160,83	82,12	111,00
septiembre	70,52	78,60	85,27	90,14	82,25	146,62	73,24	118,61
octubre	70,55	79,23	74,21	93,14	106,40	117,47	77,20	
noviembre	68,62	70,66	75,35	84,96	105,93	102,37	152,95	
diciembre	48,46	12,28	56,39	76,17	64,01	10,34	125,58	

Fuente: C.E.N.E.

## INDICADORES DE LA NUEVA ECONOMÍA

Central y saldo de la balanza comercial. El avance verificado en septiembre estuvo determinado principalmente por el aumento en 18% en el superávit fiscal primario en comparación con agosto. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que 94% de dicho superávit estuvo constituido por las transferencias de utilidades del Banco Central al Tesoro Nacional. Las variables restantes también registraron variaciones positivas con respecto al mes anterior, con la excepción del tipo de cambio real, que experimentó una leve desmejora.

### ÍNDICE DE LA CAPACIDAD DE PAGO DE LA ARGENTINA (JUNIO 2001=100)

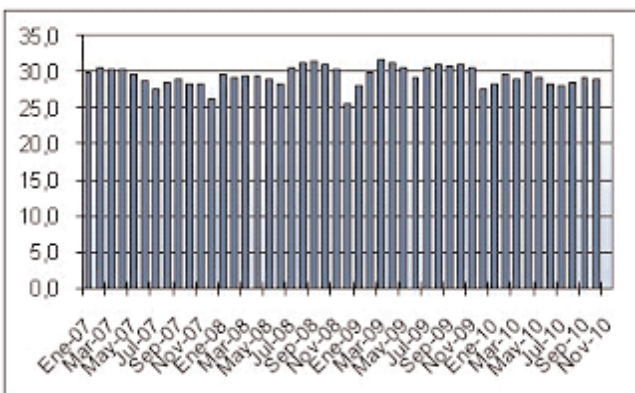


Fuente: C.E.N.E.

### Leve retroceso de la confianza en el sistema financiero

El Índice de confianza en el sistema financiero (ICSF) registró en octubre una declinación de 1%. Sin embargo,

### ÍNDICE DE CONFIANZA EN EL SISTEMA FINANCIERO (BASE 1996 = 100)



Fuente: UB MacroSintesis en base a datos del BCRA.

con respecto a un año atrás se ubicó 1% por encima del guarismo registrado en igual mes de 2009.

Este índice se construye dividiendo el monto de depósitos a plazo fijo del sector privado por el de la base monetaria.

### ÍNDICE DE CONFIANZA EN EL SISTEMA FINANCIERO (BASE 1996 = 100)

MES	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
enero	23,57	27,19	28,57	28,83	29,87	29,56	27,93	28,34
febrero	20,54	27,17	30,18	29,53	30,56	29,19	29,78	29,59
marzo	21,80	27,65	29,86	30,60	30,36	29,36	31,70	29,04
abril	25,87	25,90	31,44	30,93	30,36	29,41	31,16	29,94
mayo	27,54	27,40	30,80	31,58	29,59	28,94	30,47	29,15
junio	27,02	27,42	31,00	30,15	28,70	28,32	29,14	28,33
julio	27,64	28,87	29,52	29,99	27,68	30,54	30,55	28,10
agosto	26,76	30,04	29,42	31,47	28,42	31,12	30,89	28,56
septiembre	28,37	30,23	30,74	29,96	29,01	31,50	30,78	29,13
octubre	27,49	32,12	29,91	30,88	28,30	30,89	31,04	28,84
noviembre	27,27	29,48	30,20	29,46	28,30	30,19	33,44	
diciembre	26,96	26,53	30,68	26,98	26,11	25,53	27,47	

Fuente: C.E.N.E.

Se adoptó como valor 100 el que tuvo en el año 1996, considerando el total de plazos fijos en pesos y en dólares.

El retroceso registrado en el índice se debe al escaso crecimiento experimentado en octubre por los depósitos a plazo fijo en pesos y la caída de los denominados en dólares.

Este último dato señala una incipiente tendencia a la desdolarización como resultado de la falta de perspectiva de valorización por parte de la moneda americana.

### Fideicomisos Financieros

En setiembre pasado se colocaron 13 fideicomisos financieros por un monto de \$576 millones, esto es 20 % por debajo

### STOCK FIDEICOMISOS FINANCIEROS DE LA ARGENTINA (en millones de \$)

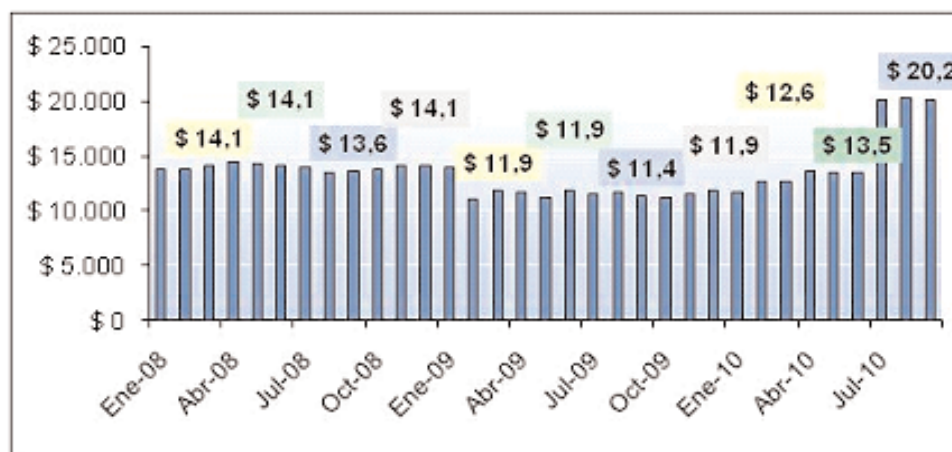
MES	2005	2006	2007	2008	2009	2010
enero	N/A	\$ 9.787	\$ 11.611	\$ 13.802	\$ 13.912	\$ 11.767
febrero	N/A	\$ 10.049	\$ 11.662	\$ 13.875	\$ 11.028	\$ 12.644
marzo	N/A	\$ 9.853	\$ 11.870	\$ 14.130	\$ 11.867	\$ 13.632
abril	N/A	\$ 10.051	\$ 12.024	\$ 14.382	\$ 11.855	\$ 13.606
mayo	N/A	\$ 10.166	\$ 12.087	\$ 14.285	\$ 11.168	\$ 13.486
junio	N/A	\$ 9.795	\$ 12.092	\$ 14.055	\$ 11.906	\$ 13.475
julio	N/A	\$ 9.842	\$ 12.109	\$ 14.042	\$ 11.554	\$ 20.142
agosto	N/A	\$ 9.402	\$ 12.169	\$ 13.524	\$ 11.661	\$ 20.240
septiembre	N/A	\$ 9.627	\$ 12.333	\$ 13.638	\$ 11.438	
octubre	N/A	\$ 9.901	\$ 13.029	\$ 13.862	\$ 11.273	
noviembre	N/A	\$ 10.025	\$ 13.135	\$ 14.066	\$ 11.514	
diciembre	\$ 8.847	\$ 11.203	\$ 13.785	\$ 14.135	\$ 11.929	

Fuente: C.E.N.E.

## INDICADORES DE LA NUEVA ECONOMÍA

jo del nivel registrado en agosto pasado, aunque 11,4 % mayor al de setiembre de 2009. El *stock* de fideicomisos financieros totalizó a fines de setiembre \$20.198 millones. El flujo neto en setiembre fue negativo en \$42,6 millones, debido a nuevas emisiones por los mencionados \$576 millones y amortizaciones por \$618.6 millones.

**STOCK DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS  
DE LA ARGENTINA (EN MILES DE MILLONES DE \$)**



Fuente: C.E.N.E

### ¿El Banco Central apuesta a la ortodoxia?

Tras el desborde monetario del primer semestre que obligó a modificar en agosto las metas para el resto del año, el Banco Central inició una activa política de absorción de liquidez con vistas a asegurar el cumplimiento de aquéllas.

Las LEBACs y NOBACs volvieron así a jugar un papel activo como no se veía desde hace bastante tiempo. En efecto, a partir de mediados de 2007 la emisión de estos instrumentos de absorción de liquidez estuvo por debajo de las cancelaciones, con lo cual su *stock* fue mermando para recuperarse fuertemente en los últimos meses.

Es así como los títulos en circulación alcanzaron en setiembre un valor nominal de \$72,6 mil millones, ubicándose en un máximo absoluto desde que comenzara su emisión.

Como proporción de la base monetaria, alcanzaron 51,3 %, habiéndose expandido 7% durante setiembre. Los principales tenedores son los bancos, cuyas tenencias representan 85% del total de títulos.

El comportamiento comentado parece indicar un viraje hacia la ortodoxia monetaria por parte del Banco Central, lo cual sería coherente con el diagnóstico sobre el rol que la emisión monetaria viene jugando en el actual proceso inflacionario.

Si se tiene en cuenta que la base monetaria se ha expandido en 29,7% a lo largo de los últimos 12 meses, no puede haber demasiadas dudas acerca del origen monetario de la actual inflación en la Argentina.

## MACROSÍNTESIS | SUSCRIPCIÓN

*UB MacroSíntesis es un informe de coyuntura económica, financiera y política realizado por un grupo de profesores y profesionales egresados de los cursos de posgrado en Economía y Finanzas, la Especialización en Análisis Financiero y el MBA mención Finanzas de la Escuela de Posgrado en Negocios de la Universidad de Belgrano. Nuestro equipo económico, bajo la dirección del Lic. Mariano Merlo, Director Académico del Área de Economía y Finanzas Aplicadas, cuenta con amplia experiencia en el análisis, interpretación y proyección de las variables económicas, financieras y políticas relevantes para la toma de decisiones en el corto y largo plazo.*

*El objetivo principal es brindar un asesoramiento integral sobre estos temas a las empresas y profesionales que operan en la Argentina, poniendo a su disposición los siguientes servicios:*

## 1. UB MACROSÍNTESIS

*Publicación mensual disponible en formato electrónico. El mismo incluye un análisis de lo ocurrido durante el mes, y las perspectivas futuras en materia económica y política en nuestro país. La fecha de publicación varía de acuerdo con el calendario de estadísticas oficiales, alrededor de la última semana de cada mes.*

*Suscribirse Registrándose en:*

*<http://www.macrosintesis.com.ar/sitio/index.php/component/user/?task=register>*

## 2. CICLO DE COYUNTURA

*Coyuntura económica, financiera y/o política. La misma tendrá una duración de entre 1 y 3 horas, incluidas preguntas específicas. El Ciclo de Análisis Económico y Político tiene como objetivo primordial ofrecerles a los profesionales, empresarios y comerciantes un panorama del contexto macroeconómico de corto y mediano plazo, así como otros temas que surjan como relevantes en el mes en cuestión, brindándoles las herramientas necesarias para la toma de decisiones económicas y financieras relacionadas con su negocio. A su vez, se desarrolla un análisis de los distintos sectores de la economía: Sector Público, Sector Financiero, Sector Externo, nivel de actividad y evolución de los precios. Se brinda un análisis de hacia dónde va la economía y la política de acuerdo al contexto descrito anteriormente, incluyendo proyecciones de los principales indicadores: dólar, inflación, PBI, recaudación, etcétera. Las charlas estarán a cargo del equipo de UB MacroSíntesis. Los suscriptores al informe económico podrán participar de este ciclo y recibir las presentaciones sin cargo.*

*Solicitar se agregado al listado de invitaciones a [mba@ub.edu.ar](mailto:mba@ub.edu.ar).*

## 3. ASESORAMIENTO

*Los servicios de consultoría pueden ser contratados en dos modalidades:*

## 3.1. Abono mensual. Este abono incluye:

- Una charla de hasta dos horas en su empresa.
- Acceso a estadísticas específicas (series de datos del informe, de las charlas u otras, según disponibilidad).
- Cinco consultas vía e-mail con hasta 72 horas de retraso. Éstas deberán referirse a ampliación o clarificación de temas incluidos en el informe o en las charlas.

*Solicitar entrevista y/o cotización a [macrosintesis@ub.edu.ar](mailto:macrosintesis@ub.edu.ar).*

## 3.2. Pedidos específicos. Su empresa puede contratar nuestros servicios para el desarrollo de los siguientes temas:

- Análisis económico, financiero, político e inversiones.
- Evaluación de proyectos de inversión.
- Valuación de empresas.
- Planificación económica y financiera.
- Análisis de riesgo crediticio.
- Comercio exterior. exportaciones e importaciones.
- Normativa del B.C.R.A.
- Financiamiento.
- Capacitación integral en temas de management, finanzas, riesgos, marketing, computación e inglés general y técnico.
- Publicaciones de su empresa.
- Análisis sectoriales.
- Financiamiento y mercado de capitales e inversiones.
- Modelo de Scoring

*Solicitar entrevista y/o cotización a [macrosintesis@ub.edu.ar](mailto:macrosintesis@ub.edu.ar)*

*Para pedidos específicos enviar un e-mail a:*

- Suscripciones a los ciclos de coyuntura: [mba@ub.edu.ar](mailto:mba@ub.edu.ar)
- Consultoría y asesoramiento: [macrosintesis@ub.edu.ar](mailto:macrosintesis@ub.edu.ar)

*El objetivo de este informe es brindar a sus lectores un panorama de la situación económica del país y los hechos políticos nacionales e internacionales que afectan nuestra economía. En ningún caso se pretende recomendar inversiones. La información utilizada proviene de fuentes oficiales disponibles a la fecha de cierre, la cual puede ser provisoria y sufrir modificaciones posteriores. Las opiniones incluidas en el informe no corresponden a las opiniones ni de la Universidad de Belgrano ni de los diferentes sponsors. La información contenida en este informe puede ser utilizada siempre que se cite la fuente.*