

## Resumen económico: Primer Semestre

Habiendo transcurrido más de la mitad del año, resulta importante observar donde se encuentra ubicada la economía, qué fue lo que pasó durante estos seis meses y qué puede esperarse de cara al futuro. La presente newsletter intenta brindar un resumen simple de los principales aspectos macroeconómicos, enfocándose en tres aspectos clave (y bajo mucha discusión): el nivel de actividad, la inflación y las cuentas fiscales. Al final de la presente newsletter se presenta una tabla que resume los principales indicadores para el período reciente, empleados como base para el análisis.

### Actividad

El 2009 se muestra como un año de acelerada recuperación del nivel de actividad. El Índice General de Actividad (IGA) elaborado por Orlando J. Ferreres y Asociados (OJF) presentó en junio un aumento interanual del 9%, acumulando en el primer semestre una suba del 7%. Esta dinámica, que marca el retorno a la velocidad “cruce” previa a la crisis, también presenta sus complicaciones: la brecha de producto (diferencia entre el producto corriente y su tendencia de largo plazo) prácticamente se ha cerrado hacia junio, por lo que la economía se moverá en adelante por encima de su capacidad productiva. El recalentamiento de la actividad promete mayor tensión inflacionaria (ver discusión de precios más adelante) e importaciones crecientes.

Analizando la economía por el lado de la oferta, la recuperación no fue un fenómeno aislado a algún sector particular. Por el contrario, fue generalizado el crecimiento en todos los sectores de la economía, siendo los más relevantes (por la magnitud del rebote) la industria (gracias al buen momento de Brasil), la producción de bienes primarios (y sus derivados) y la construcción. Asimismo, las actividades comerciales contribuyeron al crecimiento fortalecidas por el buen desempeño de las ventas.

Desde el lado de la demanda, la recuperación se basa en la explosión del consumo. El sector privado inclina la balanza consumo-ahorro a favor del primero gracias a la combinación de inflación alta (genera tasas de interés reales negativas) y tipo de cambio estable (modera la salida de capitales). Asimismo, las facilidades de financiamiento y la liquidez del sistema bancario permiten adquirir bienes en innumerables cuotas y a un interés más que accesible. Por su parte, el sector público no ha mostrado (ni muestra tampoco) intenciones de moderar el fuerte ritmo de crecimiento del gasto (ver discusión fiscal más adelante).

La inversión también suma al crecimiento de la actividad: con datos hasta mayo, el indicador de inversión (IBIM) elaborado por OJF acumula un aumento del 16%. La inversión en equipo durable de producción muestra una evolución sorprendente, con un aumento acumulado del 35%, aunque en ello influye decisivamente la baja base de comparación por el contexto adverso del 2009. Gracias a esta recuperación de la inversión, la tasa de inversión de la economía se estaría ubicando alrededor del 21%, nivel relativamente elevado en términos históricos (aunque menor a los observados cerca del conflicto por las retenciones móviles).

Por otra parte, la evolución del comercio exterior del primer semestre muestra exportaciones que crecieron un 18% (impulsadas por la venta de bienes industriales – en particular automotores a Brasil – y primarios) frente a importaciones que aumentaron un 48% (debido al

ingreso de bienes para producción e inversión), con el consiguiente descenso del superávit comercial (2,1% del PBI frente a 3,5% del primer semestre de 2009). Esta dinámica se explica por la sostenida apreciación del tipo de cambio real, que encarece la producción local frente a la importada, y por el crecimiento de una demanda interna que sobrepasa la capacidad productiva, debiéndose afrontar los excesos mediante el abastecimiento del exterior.

## **Inflación**

El semestre finalizó con un registro de inflación menor al observado en el primer trimestre: durante el período abril-junio el IPC elaborado por FIEL registró un aumento promedio del 1,3% mensual (o sea, una velocidad anualizada del 17%), frente al 2,5% promedio de enero-marzo (34% anualizado). En términos interanuales, la primera mitad del año cerró con una inflación del 22%, marcadamente superior a lo observado durante 2009 (17%).

Frente a un fuerte incremento en el precio de bienes estacionales (29% anual en junio), la estrategia oficial de controlar el precio de los servicios públicos (10% anual en junio) permitió moderar el incremento de la inflación. Analizando con mayor profundidad, los datos de FIEL muestran que la caída del 15% en las tarifas de servicios públicos (gas en red y electricidad) fue importante para lograr una inflación del 22%. Puede observarse, entonces, que los subsidios estatales resultan claves para mantener cierto control sobre los precios. El problema de esta estrategia es que su diseño lleva a subsidiar el consumo de la clase media y alta, en detrimento de los más carenciados que no sólo sufren los aumentos de precios sino la escasez de tales bienes y servicios (con las bajas temperaturas se ha vuelto a notar la escasez de garrafas de gas para quienes no poseen conexión en red).

Hacia adelante, la presión de demanda, junto con la evolución de rubros estacionales como turismo, transporte y esparcimiento se sumarán a la tendencia alcista de alimentos y bebidas, elevando la inflación a un nivel del 25%-30% anual (según estimaciones de mercado). Desde ya que este movimiento resulta anticipado por el sector privado, que posee expectativas en torno al 25% de inflación anual. A pesar de que la estabilidad del tipo de cambio funciona como la única ancla nominal de la economía (apenas aumentó un 4%), la política monetaria resulta acomodaticia, convalidando cualquier incremento de precios. La oferta monetaria (medida por el M2 privado) finalizó el semestre con un aumento del 23%, cifra que sigue muy de cerca la evolución de los otros indicadores.

Al margen de este aspecto “monetarista”, la evolución de los precios mayoristas y los costos de la construcción también marcan un ascenso en el “piso” de la inflación. Tanto el Índice de Precios Mayoristas (IPIM) como el Índice de Costos de la Construcción (ICC), ambos elaborados por el INDEC, presentaron en junio aumentos anuales del 15%. En el caso del IPIM, este retorno a las tasas observadas en 2008 se debió principalmente al aumento en el precio de las materias primas, la energía y los productos manufacturados, mientras que la aceleración del ICC se debió a la recuperación del sector y a las subas salariales.

## **Sector Público**

En el primer semestre la recaudación tributaria ascendió a \$191.681 millones, acumulando un incremento del 32% respecto a igual período del 2009. La fuerte recuperación económica y la elevada inflación hicieron “volar” la recaudación por IVA (+29% anual), Seguridad Social (+29%) y Ganancias (+44%): estos tres impuestos explican el 75% del incremento en la recaudación

total. A ello debe sumarse los buenos ingresos por comercio exterior, que presentaron un aumento del 36% en la primera mitad del año.

A pesar de la performance impositiva, la evolución creciente del gasto público hizo necesario el financiamiento por vías extraordinarias para evitar el déficit financiero. El gasto primario (sin contar los intereses de la deuda pública) del semestre ascendió a \$142.564 millones, un 30% superior a lo gastado durante el primer semestre del 2009. Por su parte, los ingresos totales del fisco sumaron \$153.652 millones, con \$95.017 millones correspondiendo a ingresos tributarios<sup>1</sup> y \$6.000 millones a fondos provenientes del BCRA, ANSES y otros. De esta forma, el resultado primario acumulado fue un superávit de \$11.088 millones (\$3.917 millones de aumento semestral), mientras que el resultado financiero fue superavitario en \$197 millones (\$1.931 millones de aumento). Sin los recursos extraordinarios, el resultado primario se habría reducido a un superávit de \$5.088 millones, mientras que el resultado financiero se hubiera transformado en un déficit de \$5.804 millones.

El crecimiento del gasto público no sólo responde a decisiones políticas, sino que posee un alto componente inercial. Tal vez el componente discrecional más relevante sean las transferencias corrientes, asociadas a subsidios estatales. En el primer semestre del año, ascendieron a \$43.678 millones (38% de aumento), correspondiendo \$32.490 millones (+42%) a transferencias al sector privado y \$10.956 millones (+25%) al sector público. Como se mencionara más arriba, la política de congelar las tarifas de los servicios públicos, a pesar de favorecer a sectores de ingresos medios y altos, implica aumentar los subsidios a empresas para evitar pérdidas. Entre el componente inercial se destacan los pagos por remuneraciones y las prestaciones de la seguridad social (a lo que habría que sumar la asignación universal por hijo): el fisco gastó en estos dos conceptos \$69.880 millones en el primer semestre, un 30% más que el año anterior.

De cara al segundo semestre, diversos analistas de mercado proyectan que el escenario fiscal podría empeorar. Se prevé una desaceleración en la recaudación impositiva motivada por menores ingresos por retenciones y el impacto del aumento en el mínimo no imponible de Ganancias. Por su parte, el crecimiento del gasto público seguiría a buen ritmo, explicado por la suba de salarios y jubilaciones (habrá que prestar especial atención a aumentos en los haberes por los proyectos de movilidad opositores o a algún anuncio oficial que intente neutralizar reclamos), la actualización de la asignación universal por hijo y la creciente evolución de los subsidios. El problema de este escenario es la imposibilidad de acceder al mercado financiero<sup>2</sup>, lo que implica una mayor asistencia financiera al Tesoro por parte de otros organismos. En este sentido, los \$6.000 millones de fondos extraordinarios utilizados por el fisco podrían aumentar a \$30.000 millones hacia diciembre.

## Perspectivas

Dada la evolución de hechos recientes, el panorama global se muestra favorable para Argentina. Los países emergentes, que traccionan la recuperación mundial, presentan demandas muy fuertes por materias primas, manteniendo los precios en niveles elevados y

---

<sup>1</sup> Los ingresos tributarios del Sector Público No Financiero resultan menores a la recaudación tributaria total por la coparticipación federal de impuestos, que distribuye los recursos entre Nación, Provincias y la ANSES.

<sup>2</sup> A pesar de haber logrado un aceptable canje de deuda (por el porcentaje de aceptación), el objetivo de lograr financiamiento a tasas de un dígito no se ha cumplido. El resultado de la operación implicó aumentar el stock de deuda (ver tabla resumen) y cargar más intereses al servicio de la deuda.

brindando buenas perspectivas en el ámbito local. Brasil se ha recuperado a buen ritmo (9% anual en el primer trimestre del año) y se estima que su crecimiento será robusto durante todo el 2010 (entre 6% y 7% de acuerdo a distintos organismos), lo que garantiza una demanda por bienes industriales locales. Por otra parte, las economías desarrolladas presentan un perfil de crecimiento más bajo y se espera que las tasas de interés de referencia se mantengan bajas como hasta ahora. De esta forma, se moderaría aún más la salida de capitales local, al no poder huir los fondos hacia activos con rendimiento aceptable, y se contribuye a la estabilidad del sistema financiero a pesar de las distorsiones políticas y económicas.

El mundo, entonces, provee de tres fundamentos para sostener un fuerte desempeño económico local: (1) perspectivas positivas de exportaciones agropecuarias por la buena cosecha y altos precios; (2) crecimiento de la producción industrial gracias a la robustez de la demanda brasilera; (3) continuo ascenso del consumo privado local, gracias a la moderación de la salida de capitales y los incentivos para gastar.

Sin embargo, el panorama internacional no se encuentra libre de riesgos. En Europa hay una creciente preocupación por el riesgo soberano (default) que puede llevar a súbitos cambios en las expectativas de negocios y al endurecimiento del sistema financiero (léase, tasas de interés más altas y mayor aversión al riesgo global con fuga de capitales desde economías en desarrollo). Asimismo, el ajuste fiscal de economías con problemas puede deteriorar una demanda interna actualmente débil, mientras que la necesaria reforma financiera global también suma incertidumbre respecto a su impacto económico.

Este escenario de nueva recesión desaceleraría el crecimiento global por los problemas macroeconómicos (dificultad de financiamiento, menor inversión extranjera directa, mayor volatilidad de activos, entre otros) que acarrea sobre los países en desarrollo de mayor relevancia (Brasil, Rusia, India y China). Incluso suponiendo un escenario no tan pesimista, algunos economistas de renombre a nivel mundial comienzan a advertir la desaceleración económica, al observar un endurecimiento de las políticas monetaria y fiscal en países que buscan evitar el recalentamiento.

La foto de hoy muestra que Argentina se ha favorecido enormemente del contexto internacional y puede seguir haciéndolo. Sin embargo, futuros cambios adversos a nivel global pueden derribar uno o más de los pilares de la performance local. Mientras tanto, las autoridades argentinas no parecen percibir estas preocupaciones ni trabajan para resolver las distorsiones macroeconómicas, inflando la demanda interna vía políticas monetaria y fiscal fuertemente expansivas. Cuando cambie de dirección, extrañaremos lo que el viento se llevó.

**Tabla Resumen: Panorama Macroeconómico**

		<b>Primer Semestre</b>				
		<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>Var.</b>
<b>Actividad</b>						
PBI nominal	\$ MM	1.033	1.145	1.094	1.410	29%
Crecimiento real	%	3,4	-4,3	-5,9	7,0	12,9 p.p.
Brecha de producto	Desv. PBI tend.	2,8	-4,2	-4,7	-0,2	4,5 p.p.
Inversión	% PBI	23,3	20,9	20,4	21,0	0,6 p.p.
Desempleo	%	7,9	8,7	8,6	8,2	-0,4 p.p.
<b>Sector Externo</b>						
Tipo de Cambio Nominal	\$ / USD	3,50	3,80	3,80	3,95	4%
Tipo de Cambio Real	2001 = 1	1,4	1,3	1,4	1,2	-15%
Exportaciones	USD M	70.021	55.668	27.378	32.294	18%
Importaciones	USD M	57.423	38.779	17.366	24.802	43%
Saldo Comercial	% PBI	4,3	5,6	3,5	2,1	-1,4 p.p.
Reservas Internacionales	USD M	46.198	47.717	46.385	49.229	6%
Salida de capitales	USD M	23.098	14.124	11.195	6.500	-42%
Riesgo País (EMBI+ Arg)	p.b.	1704	660	1046	816	-230 p.b.
<b>Sector Monetario</b>						
Base Monetaria	\$ M	106.439	118.661	103.652	121.601	17%
M2	\$ M	173.202	196.795	175.152	206.255	18%
M2 privado	\$ M	143.005	165.747	145.644	179.173	23%
Inflación	%	24,0	17,3	16,1	21,9	5,8 p.p.
Expectativas de inflación	%	20	25	20	25	5 p.p.
<b>Sector Público</b>						
Recaudación tributaria	\$ M	269.375	304.930	145.742	191.681	32%
Ingresos Totales del SPNF	\$ M	219.134	260.214	116.505	153.652	32%
Rec. Extraordinarios	\$ M	4.000	21.650	3.000	6.000	\$ 3.000
Gasto Total del SPNF	\$ M	204.480	267.345	118.239	153.456	30%
Gasto Primario	\$ M	186.606	242.929	109.333	142.564	30%
Transferencias ctes.	\$ M	61.692	74.118	31.749	43.678	38%
Resultado primario	\$ M	32.529	17.286	7.172	11.088	\$ 3.917
Resultado financiero	\$ M	14.655	-7.131	-1.735	197	\$ 1.931
Rtdo primario neto	\$ M	28.529	-4.364	4.172	5.088	\$ 917
Rtdo financiero neto	\$ M	10.655	-28.781	-4.735	-5.804	-\$ 1.069
Stock de Deuda Pública	USD M	145.975	147.119	140.634	153.511	9%

**Nota:** M (millones), MM (miles de millones), p.b. (puntos básicos). Stock de Deuda Pública estimada en base a datos del 31/12/2009 y al resultado del canje de los holdouts.

**Fuente:** Elaboración propia en base a BCRA, FIEL, INDEC, JP Morgan, MECON y Orlando J. Ferreres y Asociados.