

Tel: (011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

## Investigadores:

Jorge Vasconcelos  
(Coordinador)

## Editorial

Nestor Grión, Inés Butler,  
Joaquín Berro Madero, Jorge  
Vasconcelos

## En Foco 1

Martín Clausse

## En Foco 2

Eliana Miranda

Edición y  
compaginación:  
Karina Lignola

[www.ieral.org](http://www.ieral.org)

### **Editorial:**

***Al activarse la cláusula de "situación excepcional", se amplía el margen de asistencia del BCRA al Tesoro en 67 mil millones de pesos de aquí a fin de año*** 2

- El nuevo límite para la emisión surge de cambiar el parámetro vinculado con los recursos genuinos del gobierno nacional, de 10% en el encuadre normal a 20% en el extraordinario
- El interrogante es cuánto de ese margen será utilizado, dado el riesgo de mayores presiones inflacionarias
- El sector externo fue muy expansivo en términos monetarios en la primer parte del año (debido a los control al cambio y al comercio), por lo que introducir flexibilidad con las importaciones ayudaría a lograr mayor control sobre las variables monetarias

### **En Foco 1:**

***En lo que va del año, mejoró un 27% el poder de compra de la soja por cada barril de petróleo*** 10

- A principios de 2012 se necesitaban 0,22 toneladas de soja por cada barril de petróleo importado, mientras que en Junio esa relación pasó a 0,16
- Los datos provisorios de Julio muestran una mejora adicional, ya que el ratio fluctúa en torno a 0,14
- En los últimos 12 meses las importaciones energéticas absorbieron el 41,2% del total de las exportaciones del complejo agroindustrial

### **En Foco 2:**

***EE UU: La creación de empleos pasó de 226 mil puestos por mes en el primer trimestre a 75 mil en el segundo*** 13

- Se desacelera el nivel de actividad, aunque servicios se mantiene en terreno positivo, mientras que la industria mostró contracción en Junio, por primera vez desde Julio de 2009
- La Reserva federal, que prevé un crecimiento del PIB de entre 1,9% y 2,4% en 2012, decepcionó a los mercados al mantener en suspenso una nueva ronda de expansión monetaria
- En China se confirma la desaceleración, mientras que en la Eurozona tanto Alemania como Francia se mantienen en terreno positivo, aunque con crecimiento débil

## Editorial

### **Al activarse la cláusula de “situación excepcional”, se amplía el margen de asistencia del BCRA al Tesoro en 67 mil millones de pesos de aquí a fin de año**

- El nuevo límite para la emisión surge de cambiar el parámetro vinculado con los recursos genuinos del gobierno nacional, de 10% en el encuadre normal a 20% en el extraordinario
- El interrogante es cuánto de ese margen será utilizado, dado el riesgo de mayores presiones inflacionarias
- El sector externo fue muy expansivo en términos monetarios en la primer parte del año (debido a los control al cambio y al comercio), por lo que introducir flexibilidad con las importaciones ayudaría a lograr mayor control sobre las variables monetarias

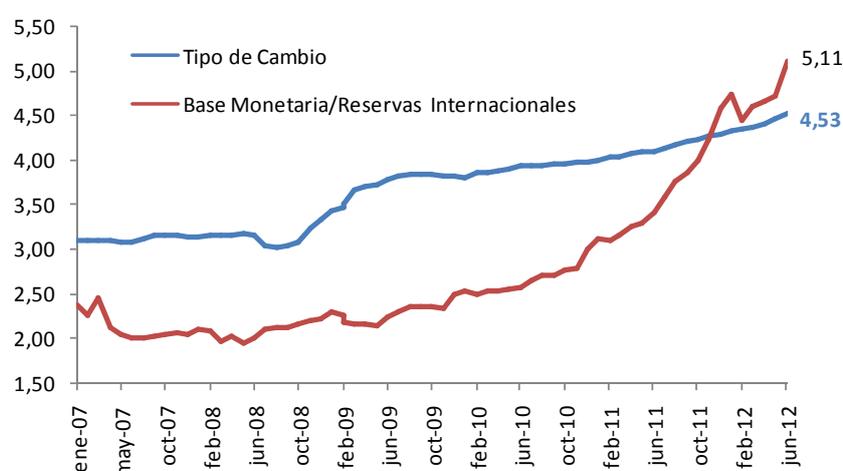
---

El deterioro de las cuentas públicas y la falta de acceso al financiamiento voluntario convierten al BCRA en un actor cada vez más importante en materia fiscal. A fin del año pasado la autoridad monetaria acumulaba préstamos al Tesoro Nacional mediante Letras Intransferibles<sup>1</sup> por US\$ 25.724 millones y a través de Adelantos Transitorios por \$67.130 millones. Los primeros se justificaban por la existencia de reservas excedentes acumuladas en los años previos y los segundos crecían a la par de la base monetaria y los ingresos públicos (variables que determinan su monto máximo).

Pero en 2012 la situación cambió, ya que estos límites legales se planteaban insuficientes para cubrir las necesidades crecientes del Tesoro. Esta situación condujo en marzo a la reforma de la Carta Orgánica del BCRA, que flexibiliza tanto el financiamiento en dólares como en pesos. Como se aprecia en el siguiente

gráfico, en diciembre pasado las reservas excedentes pasaron a terreno negativo (a fin del primer semestre de este año el tipo de cambio oficial fue de 4,53 y el que igualaba la Base Monetaria con las reservas internacionales fue de 5,11).

### Tipo de Cambio y Cobertura de la Base Monetaria



*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON y BCRA.*

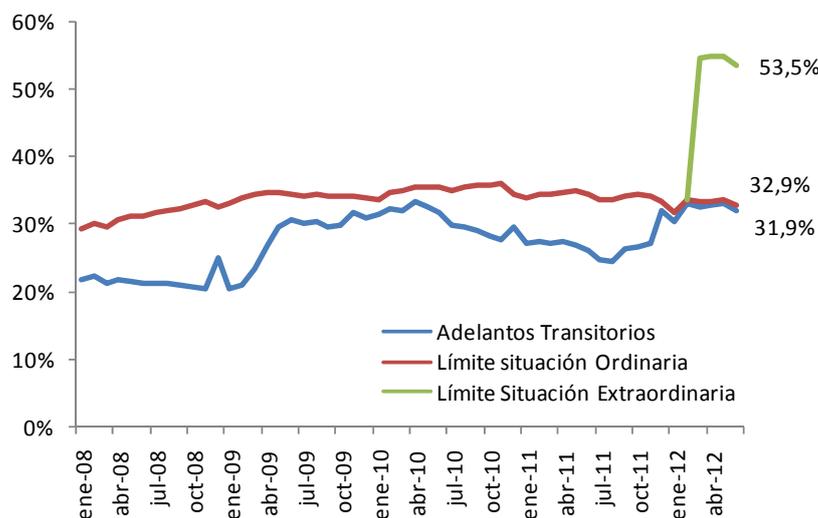
Luego de la reforma, las reservas excedentes se calculan de acuerdo a los objetivos de política cambiaria y al seguimiento de las cuentas externas del país que realice el directorio del BCRA. Con la afectación de US\$ 4.165 millones para pagar vencimientos de deuda realizada la semana pasada esta flexibilización se ha vuelto operativa.

En cuanto al financiamiento mediante Adelantos Transitorios, su monto no debía superar el 12% de la Base Monetaria y el 10% de los recursos en efectivo del gobierno nacional (acumulado doce meses). Con la reforma se introdujo un cambio significativo, se estableció la posibilidad de un escenario "extraordinario" en donde

<sup>1</sup>Destinadas al pago a Organismos Internacionales y a acreedores privados (Fondo del Desendeudamiento Argentino).

el límite establecido sobre los recursos pasa del 10% al 20%<sup>2</sup>. El siguiente gráfico muestra la evolución de los Adelantos Transitorios y sus valores máximos permitidos, expresados como porcentaje de la Base Monetaria. En 2011 el límite legal se ubicó en promedio en 34,1% y el valor efectivo fue de 27,0%, es decir 7,1 pp. Por debajo. Por el contrario, durante el primer semestre de 2012 el límite legal fue de 33,1 y lo utilizado fue de 32,3%, quedando un margen de apenas 0,8 pp.

### Evolución de los Adelantos Transitorios y sus Límites En Porcentaje de la Base Monetaria



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON y BCRA.

A fin del primer semestre de 2012 los Adelantos Transitorios otorgados al Tesoro Nacional fueron de \$75.480 millones, mientras que el límite legal bajo un contexto “ordinario” fue de \$77.959, quedando por lo tanto un excedente de apenas \$2.479 millones (ver cuadro). Esta situación explica que la semana pasada el Gobierno haya

<sup>2</sup> La Carta Orgánica en su artículo 20 establece: “Con carácter de excepcional y si la situación o las perspectivas de la economía nacional o internacional así lo justificara, podrán otorgarse adelantos transitorios por una suma adicional equivalente a, como máximo, el diez por ciento (10%) de los recursos en efectivo que el Gobierno nacional haya obtenido en los últimos doce (12) meses. Esta facultad excepcional podrá ejercerse durante un plazo máximo de dieciocho (18) meses.”

conseguido del BCRA Adelantos Transitorios extraordinarios por \$6.000 millones, aduciendo los desafíos de política que la crisis internacional planteará en los próximos meses. Hay que advertir el enorme margen que tiene este tipo de financiamiento. Al finalizar el primer semestre el límite bajo el encuadramiento de situación “extraordinaria” era de \$126.620 millones (53,5% de la Base Monetaria). Pasar a considerar la situación como excepcional permite legalmente una emisión adicional de \$51.140 millones, considerando los datos de hoy.

### **Adelantos Transitorios y sus Límites En millones de pesos**

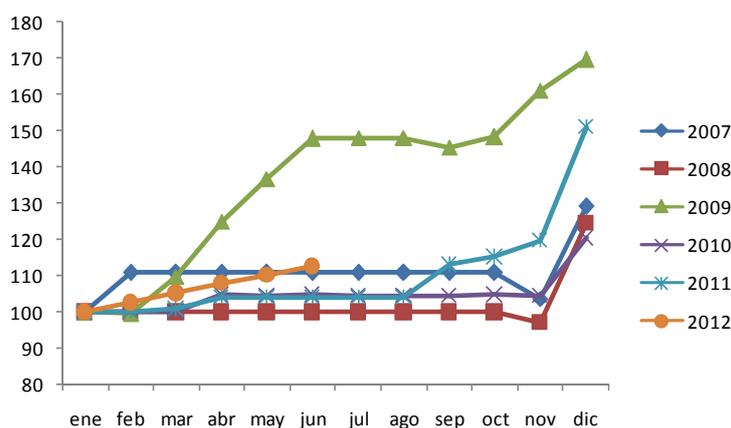
	<b>Adelantos del BCRA</b>	<b>Límite 10%</b>	<b>Límite 20%</b>	<b>Saldo 10%</b>	<b>Saldo 20%</b>
31/12/2011	67.130	70.235	70.235	3.105	3.105
30/06/2012	75.480	77.959	126.620	2.479	51.140
<b>Diferencia</b>	8.350	7.724	56.385		

*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON y BCRA.*

Al considerar las perspectivas para lo que resta del año se advierte como muy probable que se mantenga la situación actual de erogaciones creciendo a mayor ritmo que los ingresos (actualmente la brecha es de 5 puntos porcentuales). Esto significará mayores Adelantos del BCRA, cuyo límite legal seguirá aumentando debido al crecimiento de la Base Monetaria y de los recursos del gobierno. Por ejemplo, si la Base Monetaria se incrementa este año un 30% y los recursos fiscales un 24%, el monto máximo de Adelantos Transitorios para fin de año será de \$142.600 millones, quedando un saldo disponible de \$67.120 millones para utilizar hasta fin de año.

Si bien durante el primer semestre de 2012 los Adelantos Transitorios crecieron un 12,4% (\$8.350 millones), cifra que parece acorde al crecimiento nominal de la economía, hay que tener presente que los aumentos fuertes se dan a fin de año, como lo muestra el siguiente gráfico. Es interesante observar que la dinámica actual supera a la de los años previos, con la excepción de la crisis de 2009.

### Estacionalidad de los Adelantos Transitorios del BCRA Enero = 100



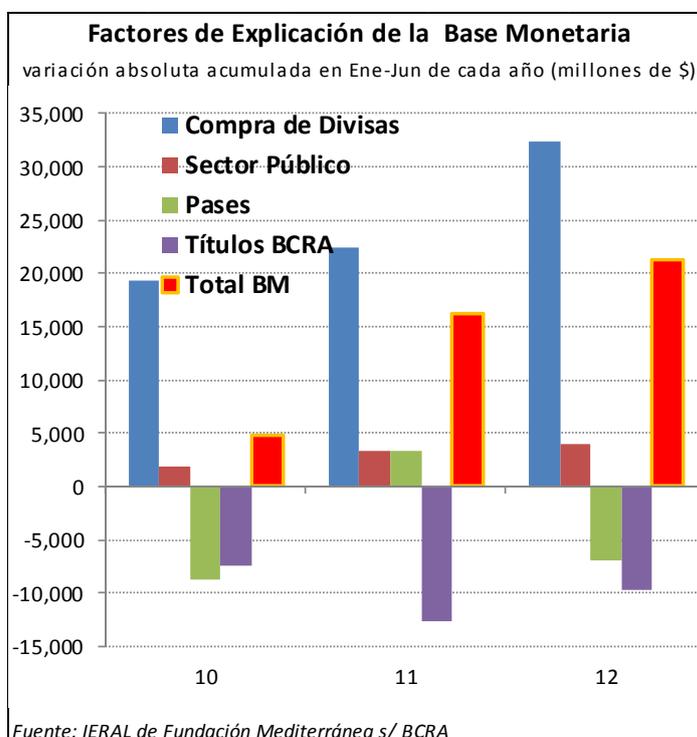
*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON y BCRA.*

Resumiendo, queda en claro que la reforma a la Carta Orgánica del BCRA efectuada a comienzos de año prácticamente eliminó los límites objetivos al financiamiento que es posible realizarle al Tesoro Nacional. Sin embargo, dos límites están siempre presentes, los efectos sobre la inflación y la demanda de dinero y, en el caso de esterilizar la emisión resultante, la retracción en el crédito al sector privado y los efectos negativos para el balance cuasi-fiscal del Banco Central. Asimismo, en el mediano plazo, si el Congreso impidiera el encuadramiento de "situación excepcional" y el límite de los adelantos transitorios debiera respetar el 10% de la recaudación, entonces se abriría un escenario de fuerte contracción monetaria, si es

que esos adelantos transitorios se estabilizan cerca del límite superior (20% de los ingresos).

### ¿Qué ocurriría si se utiliza a pleno la potestad de incrementar los adelantos transitorios?

Hay que tener en cuenta que la expansión monetaria en el primer semestre, que registró un incremento del 32%, no estuvo guiada preponderantemente por el factor fiscal sino por el externo. Si en el segundo semestre la expansión monetaria se hace intensiva por el flanco fiscal, entonces por un motivo precautorio la política económica debería relajar los controles a las importaciones de modo tal que se



reduzca parcialmente el superávit comercial y así el sector externo deje de ser tan expansivo en términos monetarios como lo fue en los primeros meses del año. Cabe recordar que, en el primer semestre de este año, un 180% de la expansión fue por compra de divisas, con un 70% que se absorbió con letras y 27% con operaciones de pase, mientras que los adelantos al Sector Público se mantuvieron acotados.

Si se utilizara al máximo el límite de adelantos permitido por la nueva Carta Orgánica, la expansión de la Base Monetaria sería sustancial.

Aún cuando es previsible que la Balanza Comercial se reduzca en promedio mensual respecto de lo verificado en el primer semestre, las prohibiciones a operar en el mercado de cambio harán que el sector expansivo siga siendo expansivo desde el punto de vista monetario en este segundo semestre. Por lo tanto, si el BCRA está dispuesto a cumplir con el Programa Monetario, que prevé un crecimiento del M2 de 26,4%, deberá esterilizar aumentando la colocación de Letras, y quizás aceptando una suba gradual en la tasa de interés. Así, el Balance del BCRA, que en 2009 había dado un resultado positivo de \$23.500 millones y luego se redujo a \$8.900 millones en 2010, y un estimado de \$6.500 millones en 2011 podría verse recortado aún más.

### **¿... y con la dinámica de precios?**

Y la pregunta final es a dónde irá la expansión monetaria en caso que se acelere de la mano del aumento de los adelantos transitorios. Una posibilidad es que permita un punto de inflexión en el consumo luego de la desaceleración del primer semestre, la otra es que se traduzca en mayor presión inflacionaria.

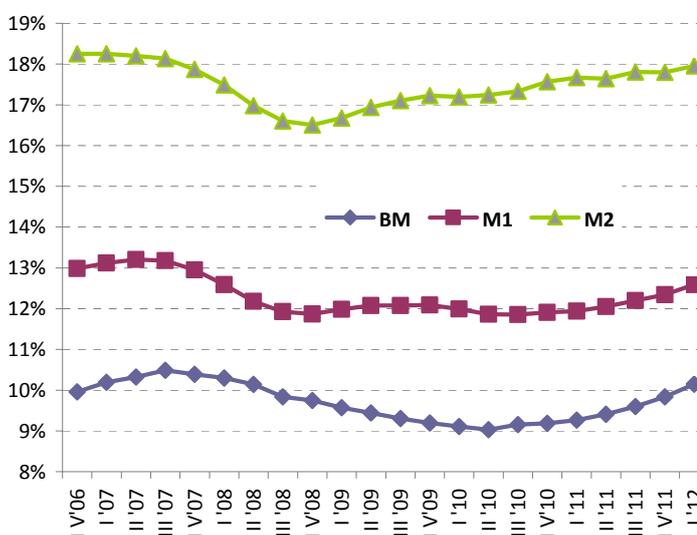
Para una respuesta fundamentada necesitaríamos saber con mayor precisión en dónde se ubica la curva del PIB respecto de su potencial. Como es sabido el crecimiento potencial del PIB está sustentado en la evolución de la acumulación del Capital asociado a la inversión y la productividad de la economía. Para 2011 las estimaciones del IERAL mostraban una economía funcionando por encima de su Producto Potencial, por lo cual los estímulos de demanda en ese momento estaban destinados a tener mayor impacto sobre la inflación que sobre la oferta. La situación

ha cambiado considerando el contexto económico actual. Sin embargo, es difícil asegurar que la economía hoy tenga una “Brecha de Producto” negativa, es decir con capacidad ociosa suficiente como para que los estímulos monetarios tengan más efectos sobre la oferta que sobre la inflación. Posiblemente sí exista capacidad ociosa dada la velocidad del enfriamiento de los últimos trimestres, aunque su magnitud no debe ser significativa. Entonces la política económica debería tener en cuenta dos reacciones claves de los agentes económicos frente a la coyuntura: a) capacidad de respuesta de nuevas inversiones que se sumen a la regeneración de oferta basada en la capacidad ociosa; b) que se mantenga estable la demanda de dinero. Ambos factores dependen crucialmente de la confianza, por lo que la persistencia de señales de incertidumbre atentan contra el cumplimiento de estos requisitos.

Respecto de lo que ocurra con la demanda de saldos reales de dinero, debe tenerse en cuenta la situación de partida. Obsérvese que la demanda de dinero mantiene una relación estable con el volumen de transacciones de la economía. Así, por ejemplo, el M2<sup>3</sup> representa alrededor de 18% del PIB, mientras que el M1 se sitúa algo por debajo del 13%. Así, actualmente con un crecimiento muy bajo del PIB en términos reales la variación de los agregados monetarios converge a la dinámica de los

**Agregados Monetarios / PIB**

en % - promedio móvil 4 trimestres



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

<sup>3</sup>M1: Sumatoria de los billetes y monedas emitidos por el BCRA que no forman parte de las existencias de efectivo de las entidades financieras del país y de los saldos de los depósitos en cuentas corrientes de los sectores público (netos de la utilización de Fondos Unificados) y privado no financieros (en monedas nacional y extranjera).  
M2: Sumatoria de los conceptos comprendidos en M1 y de los saldos de los depósitos en cajas de ahorro de los sectores público y privado no financieros (en monedas nacional y extranjera).



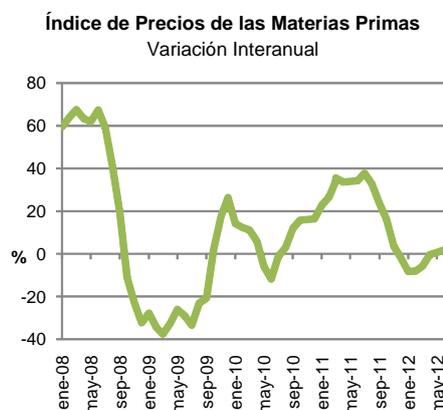
precios. Para que esta relación sea estable es clave la confianza en la moneda. En un contexto de desconfianza puede aumentar la velocidad de circulación del dinero y, si esto ocurre (y no cambian las demás variables), la variable de ajuste es el nivel de precios (mayor inflación a mayor velocidad de circulación).

## En Foco 1

### En lo que va del año, mejoró un 27% el poder de compra de la soja por cada barril de petróleo

- A principios de 2012 se necesitaban 0,22 toneladas de soja por cada barril de petróleo importado, mientras que en Junio esa relación pasó a 0,16
- Los datos provisorios de Julio muestran una mejora adicional, ya que el ratio fluctúa en torno a 0,14
- En los últimos 12 meses las importaciones energéticas absorbieron el 41,2% del total de las exportaciones del complejo agroindustrial

Tras dos trimestres de merma interanual, los precios de las materias primas que exporta Argentina se mantuvieron relativamente estables en el segundo trimestre, con una variación positiva de 1,1% interanual, luego de caer 2,4% y 4,8% en el cuarto trimestre de 2011 y el primero de este año. Este comportamiento de los precios de las materias primas parece formar parte de un nuevo escenario en el que las continuas mejoras de términos de intercambio que beneficiaron al país desde 2004 en adelante tienden a estabilizarse en un nivel elevado dejando de subir pero, sin retroceder en forma significativa.

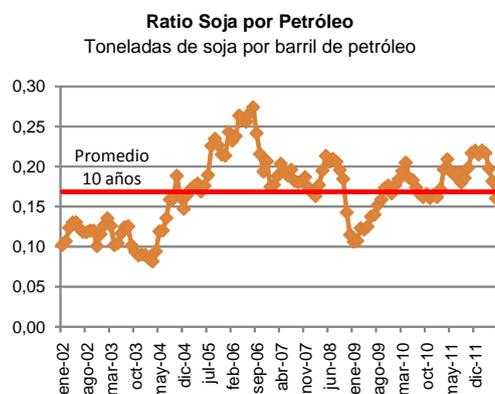


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Ahora bien, estos índices no captan con precisión cambios estructurales que han ocurrido en nuestro país de la mano de la pérdida del autoabastecimiento energético. Cada vez es más relevante seguir la evolución de los precios del petróleo y el gas por separado del resto de las cotizaciones de productos en los que nuestro país sigue siendo un fuerte exportador neto. Así, actualizamos el ratio "Soja por Petróleo", presentado por el IERAL en el En Foco 1 del Informe

de Coyuntura del 07/06/12. Siendo nuestro país exportador de la oleaginosa e importador neto de combustibles, el precio relativo entre ambos bienes nos indica cuantas toneladas de soja se deben exportar para importar un barril de petróleo. En este sentido, desde principios de año se observa una pronunciada mejora de este ratio, ya que de un promedio de 0,22 toneladas de soja para adquirir un barril de petróleo, en Junio se pasó a 0,16 toneladas, o sea 27% menos de oleaginosa por cada unidad de combustible. Cabe destacar que el promedio de los últimos 10 años de este ratio es de 0.17. En Julio, y considerando la reciente suba del precio de la soja, el guarismo se ha reducido a 0,14. ¿Cuán relevante es este indicador de precios relativos? Como se analizó en el Informe de Coyuntura del 28/06/12, las importaciones de combustibles y energía en el acumulado de 12 meses, absorben nada menos que el 41,2% de las liquidaciones de divisas de exportadores agroindustriales.

A mediados del segundo trimestre, la situación externa lucía complicada, ya que las importaciones de combustibles, que estacionalmente son más significativas a partir de Mayo, apuntaban a incrementarse en 2 mil a 2,5 mil millones de dólares respecto del valor alcanzado en 2011, de

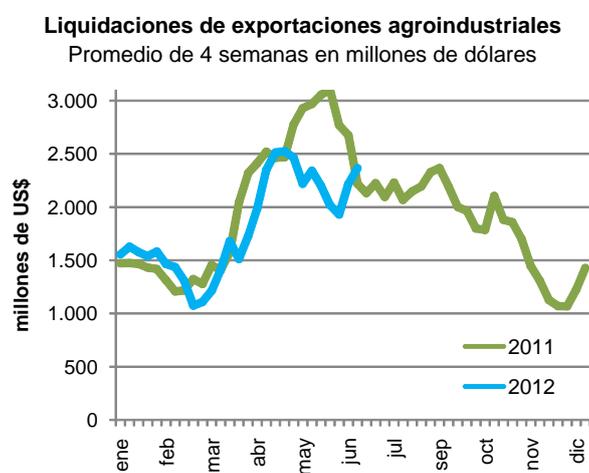


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Banco Mundial

9,4 miles de millones de dólares. A su vez, las exportaciones del complejo agroindustrial apuntaban, por efecto de la sequía, a una merma del orden de los 4,8 mil millones de dólares respecto a lo exportado en 2011. Con lo ocurrido con el precio de la soja y del petróleo en el último período, esa brecha de divisas, si bien no se cerrará, puede recortarse parcialmente.

En los primeros cuatro meses del año los ingresos de divisas por exportaciones del complejo agroindustrial se redujeron en 1% con respecto a los mismos meses del año anterior, pero en

estos últimos dos meses la caída fue de 16,1%. En lo que va del año, los ingresos de divisas de este origen acumulan 12,7 mil millones, con una caída de 8,3% respecto de igual período de 2011. Por el contrario, las importaciones de combustibles aumentaron un 20,9% en los primeros 5 meses del año.



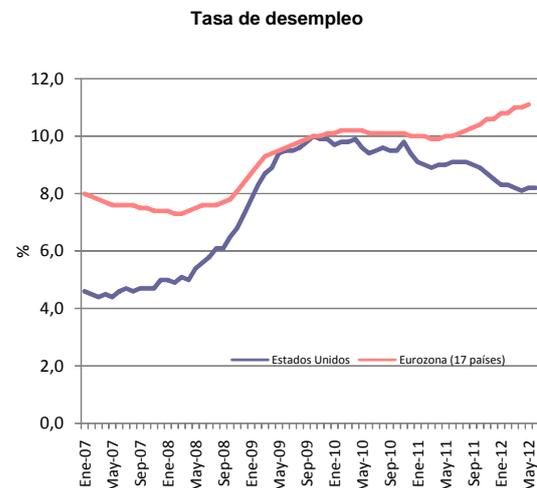
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ciara-Cec

## En Foco 2

### EE UU: La creación de empleos pasó de 226 mil puestos por mes en el primer trimestre a 75 mil en el segundo

- Se desacelera el nivel de actividad, aunque servicios se mantiene en terreno positivo, mientras que la industria mostró contracción en Junio, por primera vez desde Julio de 2009
- La Reserva federal, que prevé un crecimiento del PIB de entre 1,9% y 2,4% en 2012, decepcionó a los mercados al mantener en suspenso una nueva ronda de expansión monetaria
- En China se confirma la desaceleración, mientras que en la Eurozona tanto Alemania como Francia se mantienen en terreno positivo, aunque con crecimiento débil

El ritmo al que se ha movido la economía norteamericana en el segundo trimestre de 2012 es muy moderado. Está lejos del escenario 2008/09, pero tampoco alcanza para traccionar a la economía mundial, ni para dar tranquilidad a Obama y a los demócratas frente a las elecciones presidenciales a fin de este año. El menor ritmo de crecimiento no ha sido neutro en el mercado laboral: se verificó una fuerte desaceleración en la creación de empleos, desde 226 mil mensuales en el primer trimestre del año a una creación promedio mensual de 75 mil puestos en el segundo. Como consecuencia, la tasa de desempleo parece haberse planchado, y cierra el



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BLS y Eurostat

primer semestre del año en 8,2%. A pesar de mantenerse elevada, le saca distancia a la tasa de desempleo de la Eurozona que, lejos de descender, conserva una tendencia creciente: en el mes de mayo (aún no se tienen los datos agregados para junio) la tasa alcanza a 11,1%.

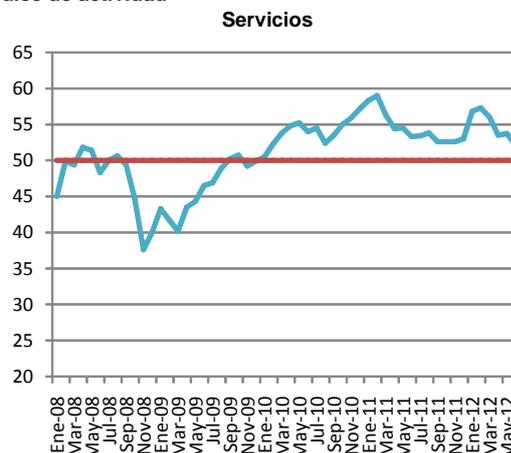
Frente a estos resultados, no fue sorpresa la decepción de los mercados por la ausencia de nuevos estímulos monetarios tras la última reunión de la Reserva Federal. La industria ha mostrado resultados negativos en el mes de junio, y la autoridad monetaria ha revisado recientemente las proyecciones de crecimiento a la baja, hasta un intervalo de entre 1,9% y 2,4% este año.

Hasta el mes de abril, la industria manufacturera mostraba un crecimiento a buen ritmo. En mayo la industria se desacelera, y en el mes de junio se contrae por primera vez desde julio de 2009. El dato del mes de junio, anualizado, se corresponde con un crecimiento del PIB de 2,4%. Los pedidos de bienes durables han mostrado resultados ambiguos hasta el momento: contracción mensual en el mes de abril y crecimiento en el mes de mayo (último dato disponible). El sector servicios, por su parte, ha seguido creciendo en junio, aunque a un ritmo menor, mostrando desaceleración desde el mes de marzo. En los siguientes gráficos se muestra la evolución de la industria manufacturera y del sector servicios: si la línea se encuentra por encima de 50, el sector está creciendo; por debajo, se contrae.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BLS

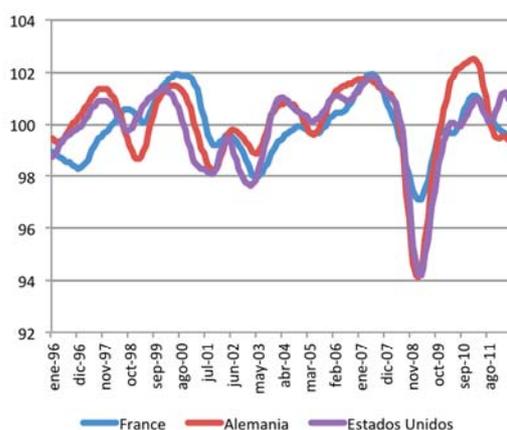
### Estados Unidos: Índice de actividad



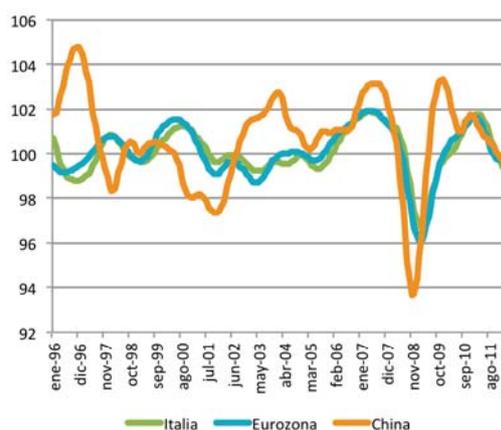
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Institute for Supply Management

Los indicadores líderes de la OECD, construidos para anticipar puntos de inflexión en el ciclo económico, muestran moderación en el crecimiento esperado para Estados Unidos. Para la Eurozona, China, India e Italia se observa desaceleración, mientras que en Francia y Alemania continúa el crecimiento débil.

### Indicadores líderes OECD



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a OECD



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a OECD