

TEMAS DE ESTE INFORME ECONÓMICO:

- **Un resultado muy positivo 1**
 - La elección de los acreedores 1
 - Los próximos pasos 2

- **Señales positivas desde el lado de la inversión 4**
 - Indicadores positivos para el 2005 5
 - 1. El uso de la capacidad instalada aumentó menos que la producción en el 2004..... 5
 - 2. Usos del Régimen de Incentivo a las Inversiones en Bienes de Capital y/o Obras de Infraestructura x..... 6
 - 3. Los precios de los activos han subido mucho 7

- **Analizando el ritmo de crecimiento de los precios 9**
 - Inflación: Nuevamente un escalón más arriba en el 2005..... 9
 - Analizando las subas del primer bimestre del año..... 10
 - Hacia una inflación acumulada levemente por encima del 3% en el I Trim. 2005..... 12

Un resultado muy positivo

El resultado del canje con una aceptación del 76% ha sido muy positivo, impensado un mes atrás y más en línea con las expectativas que se habían generado en los últimos días.

Ha quedado atrás un aspecto estructural –país en default– que lamentablemente nos distinguía en el contexto internacional y que había que superar. La crisis 2001/02 va quedando atrás y la reestructuración de la deuda pública era una condición necesaria que seguramente ayudará a que el país pueda seguir creciendo, en su búsqueda por volver a niveles de desempleo y de ingresos de su población más normales.

La elección de los acreedores

Los resultados del canje –todavía sin una información de gran detalle– están mostrando:

- ✓ **Una quita que alcanzó casi el 55% (u\$s 42.800 millones)** si consideramos la nueva deuda emitida sobre la deuda que aceptó el canje, incluyendo tanto el capital rescatado, como los intereses caídos de los bonos que ingresaron al canje. El gobierno anunció que la quita había alcanzado al 65,6% porque relaciona la nueva deuda emitida sobre el total de la deuda que estaba sujeta al canje considerando que la deuda que no entró al canje no se pagará.

	Emisión	Rescate		Quita	Porcentaje en Arq\$
		Capital	Intereses		
PAR	15.000	15.000	3.799	20,2%	25
CUASIPAR	8.329	11.916	3.018	44,2%	100
DISCOUNT	11.909	35.338	8.951	73,1%	59
TOTAL	35.238	62.254	15.768	54,8%	54,22

Fuente: Estudio Alpha

- ✓ **Una importante elección de bonos en pesos que alcanzaría el 54% de los nuevos bonos emitidos (u\$s 19.100 millones).** Ello refleja la expectativa existente en el mercado de apreciación de nuestra moneda y constituye una parte del ingreso de capitales que podíamos esperar para los meses siguientes al canje. Una mayor participación de la deuda en pesos otorga al estado nacional ciertas facilidades para su financiamiento en el mercado local, y disminuye la necesidad de acudir al mercado cambiario aunque implicará un costo fiscal mayor en un marco de apreciación del peso.

- ✓ **Un stock de deuda que alcanzaría los u\$s 146.400 millones (86% del PIB)** si seguimos considerando como deuda la porción que no aceptó el canje como seguramente los harán las calificadoras internacionales de riesgo. Excluyendo el monto de deuda que no entró en la reestructuración (u\$s 19.600 millones de capital + u\$s 5.000 millones de intereses), tal cual lo expuso el gobierno, la deuda total alcanzaría los u\$s 122.000 millones equivalentes al 72% del PIB. Si el total de la deuda en default hubiera aceptado el canje la deuda total alcanzaría los u\$s 128.500 millones (76% del PIB).

En millones de US\$	Marzo de 2005				
	Dic-01	Sep-04	A	B	C
TOTAL NACIÓN	144.453	188.034	146.421	128.464	121.871
% del PIB	53,8	124,8	86,4	75,8	71,9
Títulos Públicos	61.803	99.709	72.668	59.673	53.080
En moneda Nacional	1.505	8.716	23.880	27.554	23.880
En moneda Extranjera	60.298	90.993	48.788	32.087	29.200
Préstamos	82.650	59.381	58.691	58.691	58.691
Préstamos Canje	42.258	14.423	14.423	14.423	14.423
Org Internacionales	32.362	30.605	30.605	30.605	30.605
Org Oficiales	4.477	3.612	3.612	3.612	3.612
Banca Comercial	2.015	444	0	0	0
Otros Acreedores	1.537	246	0	0	0
BOGAR Provincias	0	10.052	10.052	10.052	10.052
Anticipos BCRA	0	3.220	4.500	4.500	4.500
Moras	0	20.730	4.962	0	0
Intereses	0	20.730	4.962	0	0
Intereses Capitalizados	0	4.994	5.600	5.600	5.600
A: se considera en la deuda los bonos no rescatados a su valor nominal y los intereses caídos. B: Se asume para la deuda no rescatada el valor equivalente al de la deuda que entró en el canje C: Supuesto oficial, no se reconoce la deuda que no ingresó en el canje					
Fuente: Estudio Alpha					

- ✓ **Un monto aún importante de deuda que decidió no ingresar al canje –u\$s 19.500 millones–** sobre la cual se seguirá conversando en los próximos meses ya que habrá insistencia de los organismos internacionales y del G 7, y que representa, a efectos comparativos, el 65% del total de la deuda que Rusia declaró en default y fue sujeta a canje.

Los próximos pasos

El próximo paso importante en lo económico –como comentamos en nuestro informe anterior– es la negociación con el FMI a desarrollarse en los próximos 60 días. Estará influenciada por aspectos de índole política y contendrá tanto metas cuantitativas –fiscales y monetarias– como compromisos de aplicación de medidas de política económica. Las conversaciones han comenzado este fin de semana luego de 6 meses de negociaciones interrumpidas.



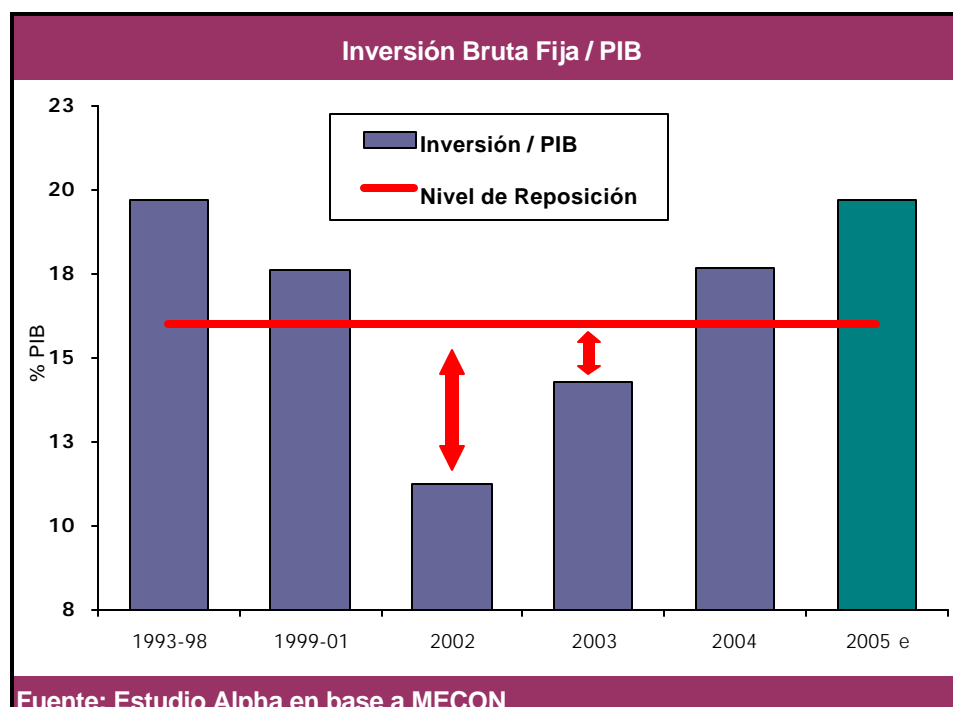
El gobierno sale a negociar respaldado por los buenos resultados obtenidos en el canje de deuda. **Argentina necesita de un acuerdo a efectos de alcanzar, para los próximos años, un programa financiero que no recargue en exceso las necesidades de refinanciación/roll over sobre el mercado doméstico** y luego de haber cancelado deuda con los organismos por u\$s 9.500 millones desde el fin de la convertibilidad.

Al FMI le resultará difícil no llegar a algún tipo de acuerdo luego del resultado positivo del canje realizado por el estado nacional. Buscará evitar dar una señal contundente de apoyo a un país que declaró un default muy significativo y acordó, sin ninguna colaboración de los organismos internacionales, su reestructuración aplicando una quita sin precedentes. Por su parte tratará de satisfacer las demandas de sus socios principales dentro de las cuales se encuentra la búsqueda de soluciones para aquellos que no aceptaron el canje (especialmente italianos) y el acuerdo sobre los contratos de las compañías de servicios públicos.

Señales positivas desde el lado de la inversión

Desde el año 2003 fue objeto de análisis la capacidad del stock de capital de atender la expansión de la producción local teniendo en cuenta el proceso de desinversión neta (6,4% del PIB acumulado) de los años 2001, 2002 y 2003. En ese periodo el flujo de inversiones fue bastante menor del 16% del PIB, considerado como valor piso (de reposición) para evitar una pérdida neta del stock de capital de nuestra economía.

La situación cambió en el 2004, donde la tendencia creciente de la relación IBIF (Inversión Bruta Interna Fija)/PIB se consolidó en valores del 18%, superando nuevamente los niveles mínimos considerados como de reposición del capital amortizado.



Las tasas de crecimiento interanual de los componentes de la IBIF muestran tanto una recomposición de la inversión en construcción, como en maquinaria y equipos. **El proceso de recuperación de la inversión estuvo marcado por el cambio de precios relativos producto de la devaluación del peso.** En primer término, ante la contracción de las importaciones de bienes de capital, el liderazgo recayó sobre la construcción. La ventaja de ese tipo de inversión, fue su abaratamiento relativo producto de la baja del costo laboral, teniendo como principal contra los niveles de informalidad existentes en el sector.

	1998	2002	2003	2004	Var % 04/03
I.B.I.F. (% del PIB)	19,9	14,4	14,2	18,5	56%
Datos en porcentaje de IBIF					
Construcción	59,0	66,2	63,8	59,5	45%
Equipo Durable	41,0	33,8	36,2	40,5	74%
Nacional	19,2	16,3	20,2	17,5	35%
Importado	21,8	17,5	16,0	23,0	123%
Fuente: Estudio Alpha en base a MECON					

Como se observa en el cuadro, recién a partir de mediados de 2003, la adquisición de maquinaria y equipo fue recuperando participación en el IBIF. Es que **los altos niveles de utilización de capacidad instalada en sectores exportadores o sustitutivos de importación, dieron lugar a nuevas inversiones y por ende a la adquisición de maquinaria.**

En una primera etapa, los bienes de capital nacionales tuvieron mayor participación, pero lentamente la importación de ese tipo de productos se fue recuperando. Merece destacarse que si bien la participación de inversiones en capital importado resultó superior en 2004 a la de 1998, en los valores del año pasado se destaca una participación relevante de bienes como celulares o refrigeradores, es decir más asimilables a bienes de consumo durable. Adicionalmente, si este tipo de importación se midiera en dólares y no como porcentaje del PIB (el precio de los bienes de capital a nivel mundial se valúa en esa moneda) los valores del 2004 serían u\$s 2.800 millones menores que los de 1998.

Indicadores positivos para el 2005

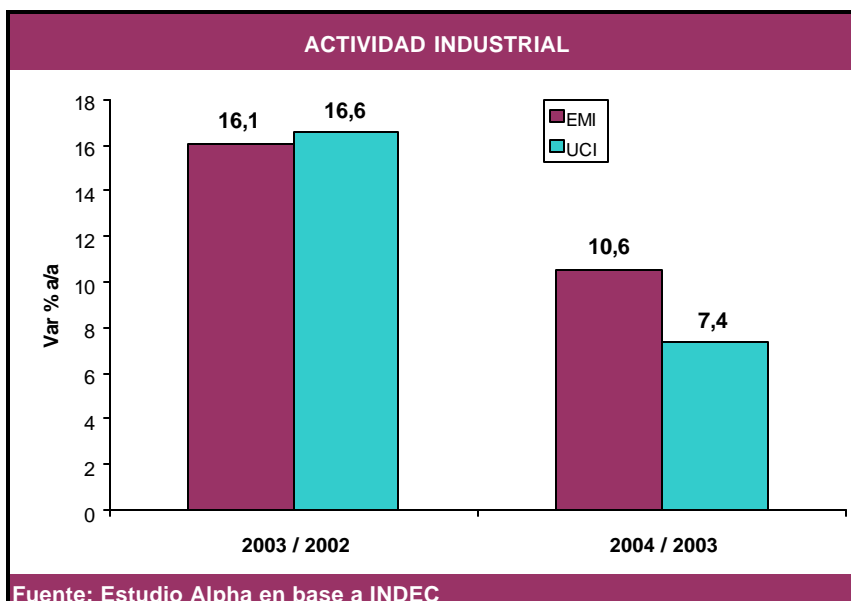
La dinámica positiva de la inversión continuaría en el 2005. La gradual consolidación de un escenario macroeconómico estable (donde el éxito del canje de deuda no fue un tema menor) y con precios relativos muy propicios para los negocios, alentarán el proceso de inversiones. **En ese sentido deben interpretarse los siguientes “leading indicators” en materia de nuevas inversiones:**

1. El uso de la capacidad instalada aumentó menos que la producción en el 2004.

En el año 2003 el uso de la capacidad instalada llegó al 65% (fue 56% en promedio en el 2002) subiendo 16,6%, es decir un aumento superior al crecimiento de la producción industrial (EMI, Estimador Mensual de Actividad) que fue del 16,1% en el mismo periodo.

En cambio en el año 2004 la dinámica fue diferente, si bien se mantuvo la tendencia de crecimiento en la actividad industrial y en los niveles de utilización de la capacidad instalada, la producción creció a un mayor ritmo que la utilización. Esta

combinación solamente se puede dar cuando se está en proceso de expansión de la capacidad instalada, basándose en nuevas inversiones. Es decir que si bien aumenta la producción, también está creciendo la capacidad de producir. Esta combinación es una clara señal positiva, porque aleja el temor de alcanzar rápidamente niveles de producción cercanos a los límites y por ende la posibilidad de que aparezcan cuellos de botella.



2. Usos del Régimen de Incentivo a las Inversiones en Bienes de Capital y/o Obras de Infraestructura

Con el objetivo de acrecentar el ritmo de inversiones, dada su importancia para sostener el ritmo de crecimiento, el gobierno ha puesto en marcha el “Régimen de Incentivo a las Inversiones en Bienes de Capital y/o Obras de Infraestructura” según el cual, las empresas beneficiadas podrán obtener la devolución anticipada del impuesto al valor agregado correspondiente a las nuevas inversiones en bienes de capital y/o en obras de infraestructura propuestas o, alternativamente, practicar en el impuesto a las ganancias la amortización acelerada de esas inversiones, siendo estas alternativas excluyentes entre sí.

Estos incentivos fiscales a la inversión fueron licitados y adjudicados en los primeros meses del 2005 asegurando inversiones nuevas por casi u\$s 2.000 millones, y su destino fue para nuevas obras en sectores con elevado uso de la capacidad instalada, como por ejemplo industria metalúrgica (Aluar, Siderca, Siderar) que comprometió inversiones por el 51% del total a ejecutar según las propuestas de este llamado, y cuyo nivel de utilización de capacidad instalada es del orden de 97% o superior. El sector químico y petroquímico que también tiene un elevado uso de capacidad instalada también comprometió inversiones nuevas.

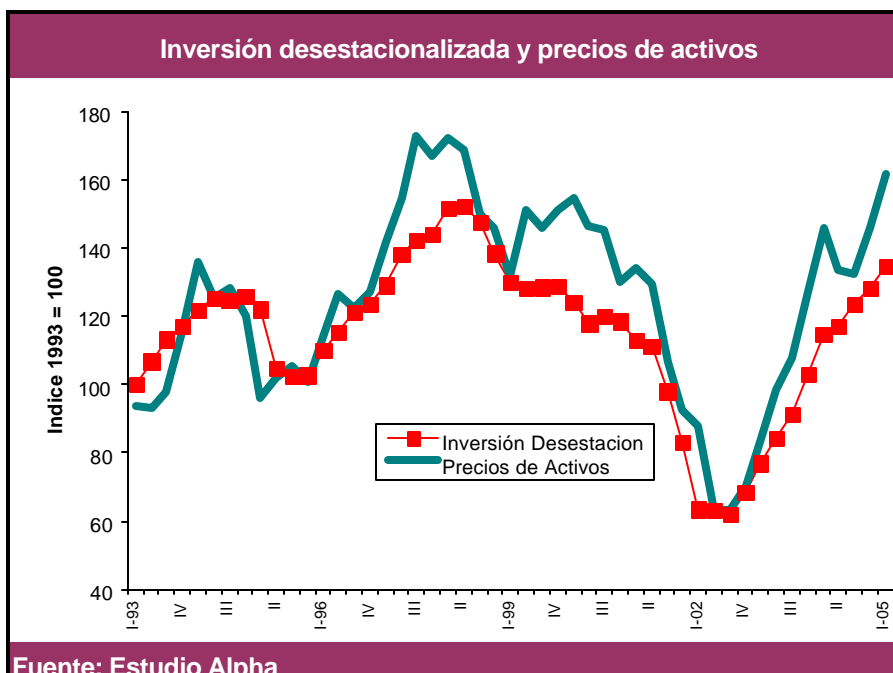
Utilización de la Capacidad Instalada	IV-04	Inversiones comprometidas en Proa. Incentivo Fiscal (I Etapa U\$S 2000 Mill)
Industria Manufacturera	70,0	100%
Industrias metálicas básicas	96,9	51%
Refinación de petróleo	89,3	
Papel y cartón	84,4	
Sustancias y productos químicos	75,8	4%
Productos textiles	73,1	
Productos alimenticios y bebidas	73,0	28%
Productos de caucho y plástico	65,3	
Metalmecánica excluida Ind. Automotriz	59,7	
Productos minerales no metálicos	56,1	
Vehículos automotores	39,8	15%

Fuente: Estudio Alpha en base a INDEC

Otro sector con un fuerte nivel de inversiones anunciadas es Alimentos y Bebidas, que en conjunto tiene un 73% de utilización de la capacidad instalada, pero que agrupa a subsectores que se encuentran mucho más cerca del límite del uso de capacidad, como la elaboración de aceites derivados de oleaginosas, orientados hacia la exportación (puesta en marcha de las obras de Cargill y Dreyfus).

3- Los precios de los activos han subido mucho

Otra buena señal que permite esperar altos niveles de inversión para 2005 es el precio de los activos. En el siguiente gráfico se observa una serie con el precio de los activos (valor de empresas + valor de los campos) comparada con el nivel de inversión en cada período, y surge claramente como ante precios elevados de los activos, la inversión reacciona casi inmediatamente generando nuevas inversiones. Es decir que mientras el valor de los activos es bajo, quien decida invertir, opta por adquirir a bajo precio un activo existente antes de generar uno nuevo, en cambio, cuando los precios se recuperan, el camino elegido es el de generar nuevos activos.



En definitiva, **dado el encarecimiento de los activos existentes, 155% en dólares desde el piso alcanzado en el segundo trimestre de 2002, según el índice de precios de los activos elaborado por el Estudio, es posible anticipar una tendencia positiva de nuevas inversiones para el 2005.**

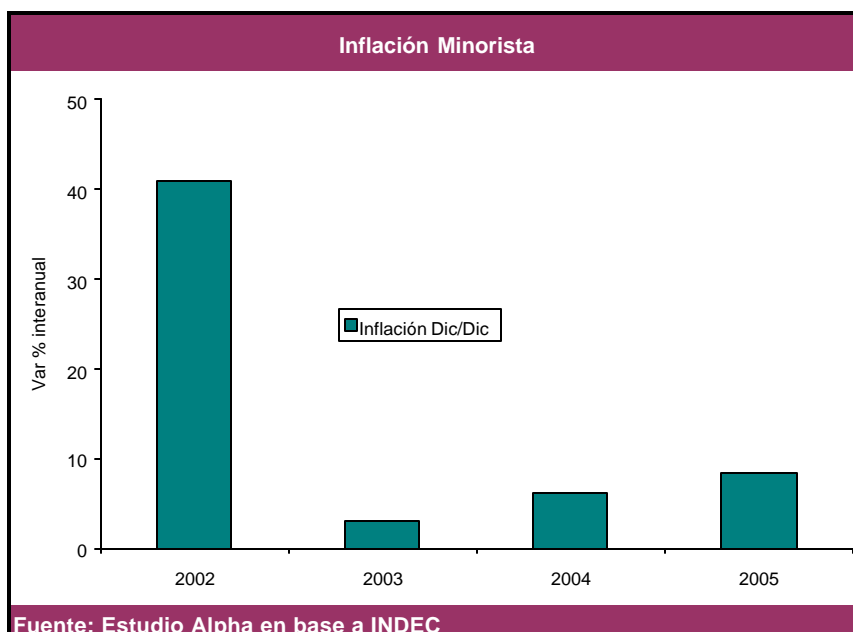
Entonces, el actual proceso de crecimiento de la inversión continuará (acentuado) en el 2005 alejando el fantasma de cuellos de botella a la producción. De esta afirmación, por ahora habría que excluir los sectores proveedores de energía, cuyas nuevas obras en marcha o de inminente lanzamiento sólo aseguran un abastecimiento ajustado para el 2005/2006.

Analizando el ritmo de crecimiento de los precios

En las últimas semanas fueron varias las voces de alerta respecto al aumento de precios al consumidor registrado desde diciembre pasado a la fecha. Un análisis de las causas de estas subas permitirá evaluar las probables tendencias futuras para lo que resta del 2005.

Inflación: Nuevamente un escalón más arriba en el 2005.

En nuestra Carta Monetaria del 20 de enero pasado alertábamos sobre un nivel superior de crecimiento en los precios al consumidor (IPC) en el 2005, que inicialmente superaría el 8% anual. Básicamente desde la salida de la convertibilidad (y excluyendo el ajuste inicial de precios del primer semestre 2002, muy por debajo del aumento del Peso frente al dólar, 40% vs. 233%) el aumento anual del IPC fue en ascenso reflejando que algunos de los determinantes iniciales que acotaron su suba fueron perdiendo fuerza.



La recuperación del poder real de compra de los hogares (cayó 219,8% en 2002, para luego recuperarse 19,1% en 2003 y 9,9% en 2004) **y las flexibilizaciones de precios acordadas por el gobierno con algunos sectores semi regulados** (aumentos de taxis, garrafas, escuelas con subsidio estatal, medicina prepaga, transporte de media y larga distancia, etc.) **debido a que su aumento de costos no pudo ser neutralizado totalmente por subsidios estatales** (subas en combustibles y/o aumentos salariales por Decreto) **se conjugaron con aumentos de precios internacionales de commodities agropecuarios.**

En este contexto de suba gradual de precios merece **destacarse el efecto del Plan Feliz Navidad cuyos efectos se evidencian desde fines del año pasado y que habría aportado un aumento del 1,7% del PBI** (en términos anuales desestacionalizados a precios corrientes) dinamizado exclusivamente el consumo privado.

Analizando las subas del primer bimestre del año

Un análisis por componente del IPC se presenta en el siguiente cuadro, y muestra la relevancia (ponderación) de los rubros que explicaron la suba del mismo durante el primer bimestre del año que acumula un 2,4% (15,6% anualizado).

Para cada rubro se presenta la variación acumulada desde diciembre de 2004 a febrero de 2005 y se calcula el aporte a la variación del IPC, tanto en puntos porcentuales como en porcentaje de la variación total del IPC. Adicionalmente se destacan en los rubros de mayor variación, los componentes que explicaron los incrementos.

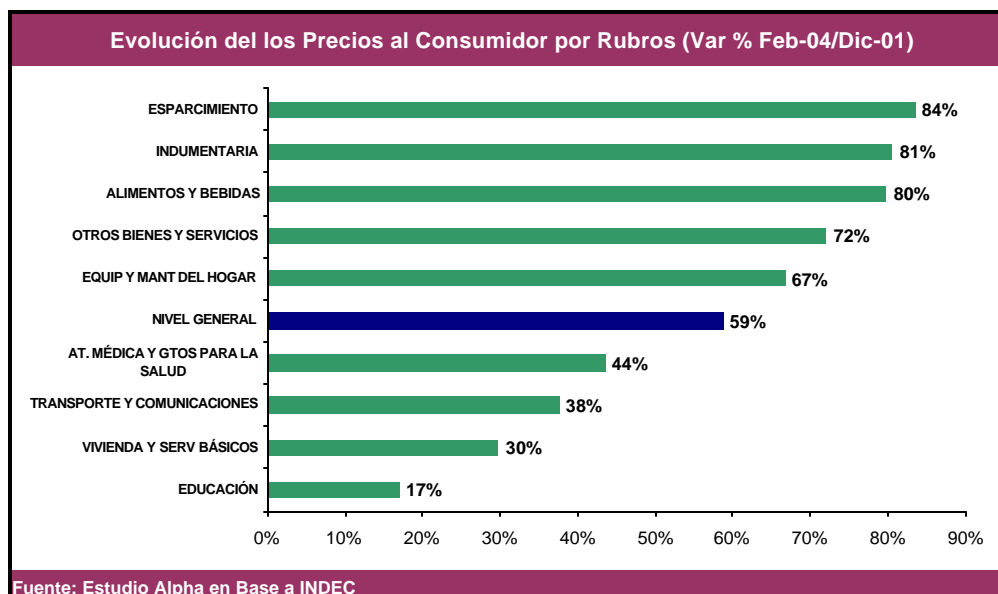
	Ponderación %	Feb-05/ Dic-04	Contribución En puntos	Contribución En %	Contribución por producto (en %)
Nivel General	1,000	2,4	2,4	100,0%	
Alimentos y beb.	31,3%	2,5	0,8	32,4%	Carnes 16,3 Lácteos 20,3 Verduras 40,7
Vivienda	12,7%	3,9	0,5	20,2%	Reparaciones 77,3
Transporte y comunic.	17,0%	1,3	0,2	9,3%	
Salud	10,0%	3,3	0,3	13,6%	
Equip y mant. hogar	6,6%	2,1	0,1	5,6%	
Esparcimiento	8,7%	5,6	0,5	20,2%	Cigarrillos 67,1
Indumentaria	5,2%	-3,5	-0,2	-7,4%	
Educacion	4,2%	0,1	0,0	0,1%	
Bs y serv. Varios	4,4%	3,3	0,1	6,0%	

Fuente: Estudio Alpha

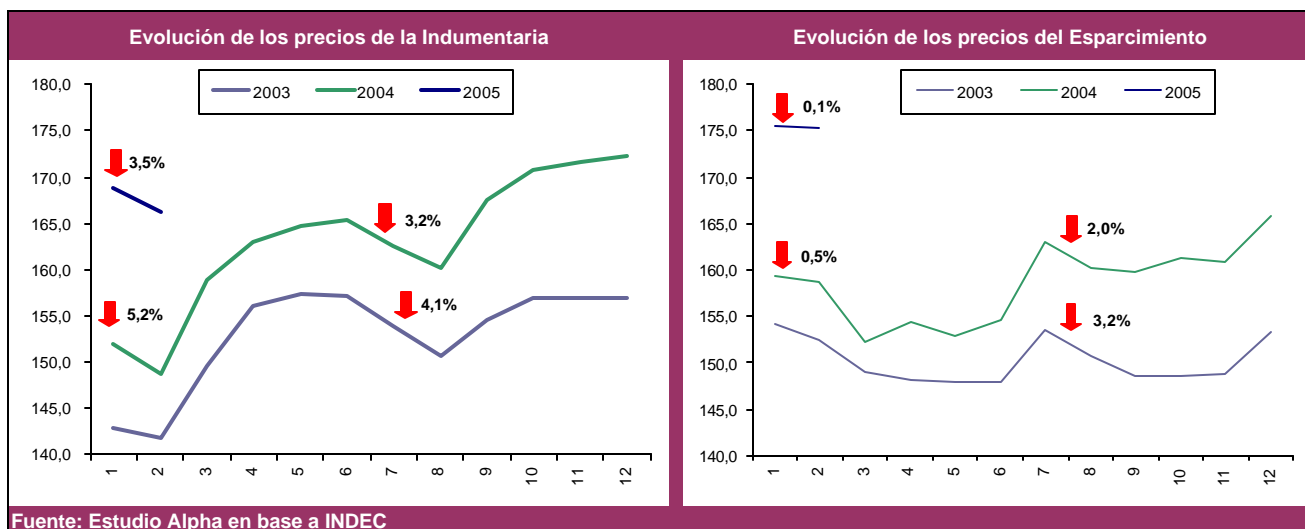
Del análisis histórico surge que las causas que explican los aumentos más relevantes se pueden agrupar en:

- **Subas de precios por aumento de precios de commodities internacionales y/o competencia entre las ventas al mercado interno y las exportaciones por acceso más fluido a mercados del exterior.** Este es el caso de carnes -bovinas, y el resto de carnes, lácteos, y huevos que explicaron el 36% del aumento del rubro alimentos y bebidas, aportando este gran rubro un 32% del aumento total -es decir 0.28% de suba en un total acumulado de 2.4% del IPC en el primer bimestre de 2005. En este caso la mayor exportación de carnes bovinas (y a mejores precios) se explica por la recuperación del standard de país de libre de aftosa con vacunación. En cuanto a las carnes de aves, resto de carnes, y a los lácteos al tradicional efecto "simpatía" se sumó el acceso a nuevos mercados en Latinoamérica, Argelia, el sudeste asiático, y medio oriente.

- **Mayor poder de compra de los ingresos de los hogares alienta la suba de los servicios privados, cuyos aumentos fueron mucho menores que los de los bienes.** Este es el caso de salud, educación, reparaciones del hogar (vivienda) y comunicaciones.



- **Estacionalidades de precios a la baja que tienden a reducirse.** Este fenómeno se hace evidente desde el segundo semestre de 2004 y evidencia que las bajas por cuestiones estacionales en turismo (esparcimiento) e indumentaria (liquidaciones de temporada) tienden a morigerarse mientras que las subas son similares (o algo mayores). Así, por ejemplo, mientras en el primer bimestre de 2004 la caída de los precios de la indumentaria alcanzó el 5,2% en el mismo periodo de 2005 la caída fue del 3,5%.



Hacia una inflación acumulada levemente por encima del 3% en el I Trim. 2005.

Los comportamientos anteriores podrán morigerarse pero de ninguna manera extinguirse en lo que resta del año.

El poder real de compra de los hogares seguirá en gradual suba en medio de una efervescencia de litigios sindicales, los servicios semi regulados continuarán su sendero de aumentos acordados con el gobierno (en marzo 2005 se sentirá el aumento de los colegios con subsidios y de los totalmente privados) y no sería de extrañar un nuevo aumento en las expensas debido a los recientes aumentos salariales, la Semana Santa tendería a afectar los precios del turismo y de la canasta alimenticia de Pascua - pescados-, y los aumentos estacionales de indumentaria también estarían presentes este mes.

A los efectos identificados se les debería agregar:

- **Una presión por la recomposición de los márgenes de comercialización** que también estén rezagados (tanto en supermercados y mayoristas, como en cadenas de concesionarios de autos y de electrodomésticos, estos últimos por una mayor afluencia de crédito personal y prendario).
- **Una aumento menor de tarifas de electricidad, gas natural y agua para pequeños usuarios** - efecto relevado por el IPC- **a concretarse hacia el último trimestre de este año.** Aumentos del 2/3% en estos rubros - similares a los presentados (y nunca puestos en vigencia) por el Ministro Lavagna como ajuste inicial de tarifas en el 2003-, no deben descartarse.

Estas cuestiones que explicarían una dinámica ascendente de los precios al consumidor **se contraponen a márgenes de rentabilidad industriales todavía elevados, a un manejo prudente de la política fiscal, a una economía abierta** en un mundo agresivamente competitivo por los mercados (**Brasil** con su relevante estructura de incentivos fiscales es un competidor aguerrido aún con un Real menos devaluado respecto al Dólar) **y a una distribución del ingreso aún muy regresiva** que se refleja en que más del 40% de los hogares aún están bajo de la línea de la pobreza.

En definitiva, fuerzas positivas y negativas pujarán determinando el aumento de precios al consumidor durante el 2005. **Con los supuestos explicados en este informe el aumento del IPC sería del orden del 8/ 8.5% anual, debiéndose destacar que este valor tendería a la suba de mediar pujas redistributivas en materia salarial que licúen los márgenes industriales, y/o castiguen aún más a los del sector de servicios, o bien si nuevamente se implementan agresivos paquetes de política activa en materia de ingresos.**

Sin duda la inflación será uno de los temas más relevantes de la agenda 2005.

