

20 de Diciembre de 2005

INDICE:

UNA DECISIÓN POLÍTICA 1

Los anuncios del jueves 15/1 1

El impacto sobre las variables monetarias 4

Las necesidad de seguir fortaleciendo el frente fiscal 5

NOVEDADES ECONÓMICAS 6

MONITOR ESTADÍSTICO 7

UNA DECISIÓN POLÍTICA

- ✓ La decisión del Presidente N. Kirchner de precancelar la deuda con el FMI tiene un origen básicamente político.
- ✓ La cancelación al FMI fundamentalmente con reservas internacionales facilita sustancialmente el programa financiero del Estado Nacional para el año 2006 donde las necesidades de financiamiento no superarían los u\$s 2.000 millones.
- ✓ No habrá ahorro de intereses ya que el Estado Nacional se endeudará con el Banco Central a través de la emisión de bonos de la deuda pública por un monto similar al uso de las reservas.
- ✓ Los indicadores monetarios y su relación con las reservas internacionales se deteriorarán por la medida anunciada pero se mantienen en niveles razonables.
- ✓ Las implicancias en el mercado cambiario deberían ser controlables. Hay una lógica actitud de cautela para los inversores financieros para los cuales el rol del FMI como auditor tiene importancia. Esa percepción de mayor riesgo debería nuevamente disminuir a medida que se vaya evidenciando una evolución favorable de las cuentas fiscales y del superávit externo.

UNA DECISIÓN POLÍTICA

El Presidente N. Kirchner tomó una decisión de alto contenido y – posiblemente – rédito político al precancelar totalmente la deuda con el FMI. Además, como dato relevante, mantuvo al país dentro del organismo internacional.

Desde el punto de vista económico la medida adoptada no constituirá un cambio de gran trascendencia, el país lo puede enfrentar aunque, desde ya, tendrá sus implicancias. La decisión de Brasil de cancelar su deuda con el FMI aceleró la decisión argentina que tendría algún compromiso de financiamiento externo adicional (Venezuela y ¿Banco de Ajustes de Basilea?).

La agenda del gobierno en materia económica no cambia significativamente en relación a la existente antes de la decisión de precancelar al FMI. Los temas centrales seguirán estando en la política antiinflacionaria que deberá intentar evitar un mayor ritmo de crecimiento de los precios; En la necesidad de alentar un aumento de la inversión y en el financiamiento durante el 2006 de los vencimientos de la deuda pública. Dejará ya de ser un constante problema las discusiones con el FMI por las medidas de política económica que deberían aplicarse y las posibilidades de un eventual acuerdo.

El Gobierno decidió utilizar reservas del BCRA para precancelar totalmente la deuda con el FMI.

Los anuncios del jueves 15/12

El gobierno decidió precancelar totalmente su deuda de u\$s 9.810 millones con el FMI que vencía en un 96% en los años 2006 y 2007. Para ello anunció que utilizará las reservas internacionales del Banco Central que al 15/12 eran u\$s 26.829 millones.

Los pasos legales para poder usar las reservas internacionales requirieron:

- ✓ Un Decreto de Necesidad y Urgencia, que modifica la Carta Orgánica del BCRA, con el objeto de declarar de libre disponibilidad las reservas que exceden el nivel de la Base Monetaria. Para ello se recurre a la Ley 23.928 que dice que las reservas internacionales del Banco Central en oro y divisas extranjeras serán afectadas a respaldar el 100% de la base monetaria. La base monetaria en pesos está constituida por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el Banco Central, en cuenta corriente o en cuentas especiales. Las reservas que excedan el 100% de la base monetaria se denominarán reservas de libre disponibilidad. Finalmente, en la medida que resulte de efecto monetario neutro, las reservas de libre disponibilidad podrán aplicarse al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales. De esa manera se modificó la Carta Orgánica del BCRA que hasta ahora decía que, *"El BCRA podrá hacer adelantos transitorios al Gobierno Nacional hasta una cantidad equivalente al DOCE POR CIENTO (12%) de la base monetaria... ..Podrá, además, otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere el DIEZ POR CIENTO (10%) de los recursos en efectivo que el Gobierno Nacional haya obtenido en los últimos doce meses"*. Pero además imponía otro límite, *"En ningún momento el monto de adelantos transitorios otorgados, excluidos aquellos que se destinen exclusivamente al pago de obligaciones con los organismos multilaterales de crédito, podrá exceder el DOCE POR CIENTO (12%) de la base monetaria."*
- ✓ La instrucción al Congreso a ratificar la reforma hecha por decreto de la ley 23.928.

La medida se implementará reformulando tres artículos de la Ley de convertibilidad

¿Cómo queda el Programa Financiero del Estado Nacional?

Los vencimientos de la deuda con el FMI caían casi totalmente en 2006/07. En realidad, como de los vencimientos del 2006 había u\$s 3.200 millones que eran, casi automáticamente, refinanciables por un año la deuda con el FMI por 9.810 millones vencía en un 78% en 2007.

Vencimientos con el FMI

	2005	2006	2007	2008	TOTAL
Principal	210	4.680	4.498	422	9.810
Intereses		403	134	9	546
TOTAL		5.083	4.632	431	10.356

Fuente: Fondo Monetario Internacional

No habría ahorro en los intereses, porque el Tesoro le debería pagar una tasa al BCRA por los bonos que le otorgue.

Los intereses que el país se ahorrará ascenderían a u\$s 550 millones en los 3 años, con una tasa de interés apenas superior al 4% anual. Los comentarios oficiales acerca de ahorros superiores tenían en cuenta una posible refinanciación de los vencimientos contractuales, que se habría hecho a una tasa superior a la que devengaban actualmente esas líneas de crédito. El escenario de refinanciación estaba planteado en el Presupuesto 2006, pero solamente podría haber sido producto de un acuerdo integral entre el FMI y la Argentina, es decir un cambio con la postura de los dos últimos años.

El pago anticipado con reservas también generará un endeudamiento adicional del Tesoro Nacional con el Banco Central por el monto de reservas internacionales a utilizarse que se instrumentaría a través de la emisión de Boden 2012, 2015 y 2018. Si tomamos como ejemplo el BODEN 2012, el Tesoro Nacional no tendría ningún tipo de ahorro en los intereses a pagar ya que dicho bono devenga una tasa similar a la que se le paga actualmente al FMI. Un tema a tener en cuenta es la forma de instrumentación de la colocación de los bonos en el BCRA, si la misma se realiza a valor de mercado, el gobierno debería emitir un valor nominal mayor al monto que se rescata del FMI, y por lo tanto se producirían dos efectos negativos: aumento en el stock de deuda y mayor costo financiero. En cambio, si la colocación se realiza a valor nominal, el BCRA debería afrontar una pérdida de capital, por la obligatoriedad de valuar bonos a su valor de mercado.

Los vencimiento totales del 2006 de deuda del Estado Nacional alcanzarían – luego de la cancelación al FMI – a u\$s 10.355 millones, 29% menor en relación al 2005. Antes de la medida anunciada los vencimientos eran u\$s 15.900 millones.

El superávit fiscal primario proyectado llegaría a casi u\$s 7.700 millones y permitiría financiar el 75% del total de los vencimientos de capital más intereses remanentes.

PROGRAMA FINANCIERO: UN CAMBIO QUE ALIVIANA LOS PRÓXIMOS AÑOS

En millones de US\$	2005	2006	2007	2008
APLICACIONES	14.522	10.355	9.626	8.355
Pagos de Intereses en US\$	2.394	1.669	1.457	1.242
Pagos de Intereses en Arg\$	1.285	1.071	1.040	968
Vencimientos de Capital en Arg\$	3.727	3.429	2.877	2.486
Vencimientos de Capital en US\$	7.116	4.186	4.252	3.659
<i>FMI</i>	3.799	0	0	0
<i>Banco Mundial</i>	904	1.032	1.050	946
<i>BID</i>	552	1.403	1.469	986
<i>Bonos</i>	1.861	1.750	1.733	1.727
FUENTES FINANCIERAS	5.464	2.655	1.876	55
Renovaciones de organismos	1.195	0	0	0
Otras fuentes (BCRA - Provincias)	912	855	900	1.035
Emisiones de bonos	3.357	1.800	976	-980
Flujo a Bancos	2.264	2.873	2.542	2.219
Flujo a AFJP	297	300	279	260
Restante	796	-1.374	-1.846	-3.459
RESULTADO PRIMARIO	6.530	7.700	7.750	8.300
<i>En porcentaje del PIB</i>	3,7%	3,9%	3,6%	3,5%
USO DE AHORRO PÚBLICO	2.528	0	0	0

Fuente: Estudio Alpha

Las necesidades financieras para 2006 descenderían a valores obtenibles en el mercado local.

De esta manera las necesidades de financiamiento para 2006 alcanzarían a u\$s 1.800 millones, un 53,5% de lo sucedido en 2005. Además, estas necesidades equivalen al 56% de los vencimientos que se pagarán al sector privado lo cual implica que si las necesidades fueran cubiertas totalmente por inversores privados éstos tendrán una cancelación neta, disminuyendo su exposición a la deuda del estado nacional.

Son importantes los vencimientos anuales con el BID y el Banco Mundial y nada se ha dicho sobre su comportamiento en el marco de la cancelación total al FMI. En 2005 – sin acuerdo con el FMI- hubo ingresos de estos organismos por un equivalente al 82% de los vencimientos. Algún desembolso de ellos sería razonable esperar de líneas ya acordadas – especialmente del BID – aunque en nuestros supuestos no hemos considerado ingresos de estos organismos.

Adicionalmente, hay que considerar que ante la emisión de BODEN para compensar los Balances del BCRA por la utilización de las Reservas de libre disponibilidad, el Gobierno anexaría nuevos vencimientos al Programa Financiero 2006-2008. Estos vencimientos dependerán de la composición de los bonos que el Tesoro le coloque al Central, en el caso extremo de emitir la totalidad en BODEN 2012, los nuevos Vencimientos de Capital serían de u\$s 1.115 Millones y los de interés de u\$s 360 millones anuales. Lo que implicaría una necesidad adicional de casi u\$s 1.500 millones. Este perfil se aliviaría si se colocaran instrumentos de plazos más largos, como BODEN 2015, con vencimientos de capital al final.

Fuera del sector privado el gobierno parecería haber acordado algún financiamiento adicional cercano a los u\$s 2.500/3.000 millones (Venezuela y ¿Banco de Ajustes de Basilea?) que ayudaría mucho a enfrentar los pagos del 2006.

Además F. Miceli anunció que había un ahorro remanente por u\$s 2.000 millones. Sólo en el mes de noviembre los depósitos (ahorro) del sector público se incrementaron en u\$s 270 millones.

En resumen, entonces, se puede observar que el financiamiento de los vencimientos del 2006 luce muy realizable en el marco de una situación fiscal que elevaría su superávit en relación al 2005.

Ahora bien, una parte de estas fuentes deberán usarse para la precancelación al FMI a efectos de cumplir con el requisito que las reservas internacionales cubran el 100% de la base monetaria. El mínimo

necesario sería de u\$s 1.400 millones y sería esperable alguna cobertura adicional para poder enfrentar cambios no previstos en ambas variables (reservas y base).

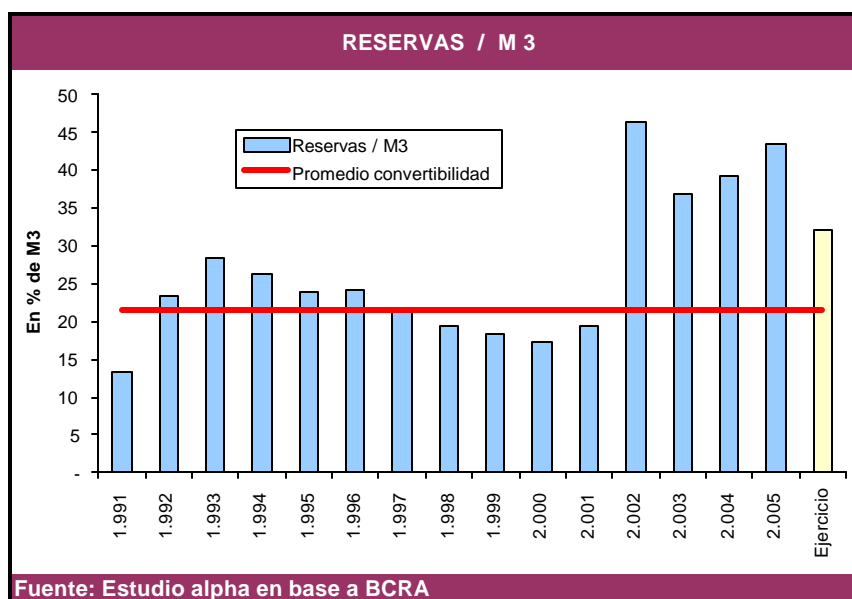
Para el 2007 la situación mejora sustancialmente. En el marco de un superávit fiscal similar al 2005 las necesidades de financiamiento alcanzarían a u\$s 975 millones que equivalen al 29% de este año y al 54% del 2006.

El impacto sobre las variables monetarias

La nueva regla a cumplir – como bajo el régimen de convertibilidad – es que las reservas internacionales deben cubrir el 100% de la base monetaria. Ello implica en la situación al 15/12 con reservas de u\$s 26.829 millones y la base monetaria en \$ 55.251 millones (u\$s 18.417 millones), que será necesario usar como mínimo u\$s 1.400 millones de otra fuente distinta a las reservas para cumplir con la nueva regla. Lo más lógico es que el gobierno utilice para ello gran parte del ahorro explicitado por la Ministro de Economía de u\$s 2.000 millones.

De esta manera la relación reservas/ base monetaria quedará en niveles muy similares al promedio del período de la convertibilidad y claramente por debajo del período 2002/05.

La relación de cobertura de la Base Monetaria, quedará en niveles muy similares a los de la Convertibilidad.



Más allá del aspecto de cumplimiento legal de la nueva regla, desde lo práctico es útil observar la situación del indicador reservas/ M3 que contempla una visión más amplia de los agregados monetarios, incluyendo los billetes en circulación más el total de depósitos, que son aquellos que pueden movilizar una demanda de divisas. Bajo el régimen de convertibilidad la cobertura de este agregado con reservas fue del 21.4% y quedaría en 32,1% inmediatamente después del pago al FMI.

En resumen, los indicadores monetarios mostrarán un deterioro a la situación vigente en los últimos 3 años pero comparan bien en relación a la situación vigente durante la década pasada. Su impacto no debería ser central. Tendrían sí algún impacto inicial sobre las expectativas de los inversores y ello podría llevar al Banco Central a intentar recomponer la posición de divisas a un ritmo superior al pensado con anterioridad a la cancelación al FMI.

Agregados Monetarios en relación a las reservas Internacionales

Agregado	1991-2001	2002	2003	2004	2005	Ejercicio
Reservas / BM	102,8	153,1	101,7	106,5	129,9	100,0
Reservas / M3	21,4	46,3	36,8	39,2	43,4	32,1

Fuente: Estudio Alpha en abse a BCRA

Las necesidades de seguir fortaleciendo el frente fiscal

La precancelación de la deuda con el FMI no trae un beneficio, desde el punto de vista económico, relevante. Se puede destacar que ya no estarán las continuas discrepancias con dicho organismo sobre las medidas a tomar en el marco de un FMI que se ha equivocado mucho con Argentina.

Por el lado de las desventajas está el haber cancelado anticipadamente una deuda de bajo costo que será difícil volver a obtener en caso de necesidad y el hecho de haber quedado con una posición de divisas más disminuida en términos de los agregados monetarios y prácticamente sin el ahorro (fondo anticíclico) que había comenzado a constituir el estado nacional.

Las implicancias en el mercado cambiario deberían ser controlables. Hay una lógica actitud de cautela inicial por parte de los inversores para los cuales el rol del FMI como auditor tiene un valor y les genera cierta incertidumbre cómo el gobierno utilizará su mayor libertad. Esa percepción de mayor riesgo debería nuevamente disminuir a medida que se vaya corroborando una evolución favorable de las cuentas fiscales y del superávit externo.

El excedente de dólares comerciales se ubicaría en este año en poco más de u\$s 13.000 millones y el total del exceso de dólares originado en el sector privado en casi u\$s 14.000 millones, con una inversión directa de u\$s 1.400 millones, cancelación de préstamos financieros privados de u\$s 2.400 millones y un ingreso neto de capitales financieros de u\$s 2.700/2.900 millones. Para el 2006 el superávit comercial rondaría los u\$s 12.500 millones, la inversión directa y la cancelación de deuda financiera privada serían similares a este año y la duda podría estar en el movimiento de capitales financieros. Este podría tener menores ingresos netos que el 2005 a partir de un menor atractivo de las inversiones financieras que tuvieron una fuerte valorización en este año. En síntesis, el mercado cambiario debería seguir mostrando un exceso de oferta de divisas siempre que los inversores sigan observando prudencia en las políticas monetaria y fiscal.

El Banco Central buscaría ir recomponiendo nuevamente su nivel de reservas internacionales y ello podría implicar algo más de tipo de cambio respecto al previsto con anterioridad a la cancelación al FMI pero siempre en un contexto de exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario.

La política fiscal debería seguir elevando su nivel de superávit. Primero para dar una señal de prudencia a los inversores financieros recomponiendo el fondo anticíclico. Por otra parte, para ayudar al Banco Central en su tarea de política monetaria/cambiaria que si no recibe la colaboración de un mayor superávit/ahorro fiscal podría necesitar de dosis permanentes de mayores tasas de interés en pesos.

En resumen, la decisión de precancelar la deuda con el FMI no presenta beneficios importantes en lo económico y obligó a modificar la Carta Orgánica del Banco Central en cuanto a los límites de financiamiento al gobierno. No generará ahorro en intereses pero sí facilitará sustancialmente el financiamiento de los vencimientos de deuda del estado nacional en los próximos 2 años.

Las implicancias en el mercado cambiario deberían ser controlables

NOVEDADES ECONÓMICAS

PRECIOS

- El Nivel General del Índice de Precios al Consumidor registró en noviembre una variación de 1,2% con relación al mes anterior y de 12,0% con respecto a igual mes del año anterior. Los bienes (53% de la canasta) tuvieron una variación mensual de 1,3% mientras que los servicios (47% de la canasta) tuvieron una variación de 1%
- El Nivel general del Costo de la Construcción correspondiente al mes de noviembre, registra un incremento mensual de 0,7% como consecuencia del alza de 1,4% en el capítulo Materiales y de 0,4% en el capítulo Gastos generales, manteniéndose invariable el capítulo Mano de obra.
- Durante el mes de Noviembre el índice de precios mayoristas subió 0,1% m/m. Los Productos nacionales se mantuvieron sin cambios significativos como consecuencia de la baja de 3,0% en los Productos primarios y de un aumento de 1,2% en los Manufacturados y energía eléctrica. Los Productos importados crecieron 1,3%

POBREZA

- El valor de la Canasta Básica Alimentaria (referencia de la línea de pobreza) creció en el mes de octubre 3,3% con respecto a septiembre y 15,2% en la variación interanual.
- La Canasta Básica Total (mide la línea de indigencia) se incrementó a una tasa mensual de 2,4% e interanual del 12,6%

INDUSTRIA

- De acuerdo con datos anticipados del Estimador Mensual Industrial, la actividad de noviembre de 2005 registra incrementos del 0,4% mensual en términos desestacionalizados y del 9% interanual en la medición con estacionalidad.
- Desde el punto de vista sectorial, los bloques industriales que presentan las mayores tasas de crecimiento con respecto a igual periodo de 2004 son los automotores y los productos minerales no metálicos, mientras que la principal caída se verifica en productos de tabaco.
- La utilización de la capacidad instalada en la industria se ubica en el 71,6% en el mes de noviembre. Los bloques industriales que presentan una mayor utilización de la capacidad instalada son las industrias metálicas básicas, refinación del petróleo y textil.

MERCADO DE TRABAJO

- El nivel de actividad del total de aglomerados se mantuvo sin cambios en el tercer trimestre de 2005 con relación al trimestre anterior. El empleo creció 1% y la desocupación disminuyó en 1%.
- El Índice de Salarios muestra un crecimiento del 1,4 % en el mes de octubre respecto de septiembre de 2005. Mientras el sector privado registrado mostró un incremento del 2,1%, el sector privado no registrado mostró una disminución del 0,2% y el sector público mostró un incremento del 0,8%.

MONITOR ESTADÍSTICO

ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA Y PASIVOS MONETARIOS (\$ millones)

	31-dic-02	31-dic-03	31-dic-04	30-sep-05	31-oct-05	30-nov-05
Oro, divisas, colocaciones y otros (Rlíq)	35.231	41.433	58.422	74.601	79.901	78.871
Títulos Públicos	0	0	0	0	0	0
Reservas internacionales del BCRA	35.231	41.433	58.422	74.601	79.901	78.871
Circulación monetaria	18.802	30.316	37.624	41.732	42.873	43.337
Cuenta corriente en \$ en el BCRA	10.349	16.075	14.853	10.911	13.037	12.555
Integ. de req. de liquidez en corresp. exterior	0	0	0	0	0	0
Efectivo Mínimo en U\$S	1.014	3.767	8.048	5.732	5.607	5.895
Depósitos del gobierno en el BCRA	67	259	161	1.114	2.700	788
Pases Activos	157	45	12	58	164	259
Pasivos financieros (1)	30.165	50.158	60.525	58.375	61.517	61.787
Ratio de Reservas (Rlíq / PF)	116,8%	82,6%	96,5%	127,8%	129,9%	127,6%
Tipo de cambio (valuación de reservas)	3,36	2,93	2,97	2,91	3,01	2,97

(1) Los Pas. Fin. No incluyen desde el 22-Nov-01 a los Pases Activos.

SECTOR EXTERNO (U\$S millones)

	jul-05	ago-05	sep-05
Exportaciones -u\$S mill.- (acumulado últimos 12 meses)	37.374	38.247	38.731
Importaciones CIF -u\$S mill.- (acumulado últimos 12 meses)	26.227	26.820	27.263
Balance comercial -u\$S mill.- (acumulado últimos 12 meses)	11.147	11.427	11.468
Reservas líquidas del BCRA (saldos fin de mes)	25.105	25.174	25.614
(meses de importaciones)	11,5	11,3	11,3

CUENTAS FISCALES (\$ millones)

Sector Público Nacional	may-05	jun-05	jul-05	ago-05	sep-05	oct-05
Ingreso total	12.664	11.559	12.222	11.977	10.632	12.005
Gasto Primario (sin intereses)	(9.357)	(9.754)	(8.809)	(8.951)	(9.015)	(9.352)
Resultado primario	3.308	1.804	3.413	3.026	1.617	2.653
Pago de intereses	(2.658)	(1.036)	(157)	(1.465)	(707)	(444)
Resultado global	649	769	3.256	1.562	910	2.209

PRECIOS (Variaciones porcentuales respecto al mes anterior)

	Sept-05	Oct-05	Nov-05
IPC	1,2%	0,8%	1,2%
IPIM	0,7%	1,3%	0,1%

SISTEMA FINANCIERO (Saldos a fin de mes)

	dic-02	dic-03	dic-04	sep-05	oct-05	nov-05
Depósitos totales (saldos a fin de mes)						
en pesos (millones de \$)	68.422	86.725	105.045	134.409	136.176	136.901
en dólares (millones de U\$S)	1.085	2.076	4.185	4.162	4.068	4.150
Tasa de Call pesos (TNA - prom. mensual)	6,38%	1,70%	2,36%	4,58%	4,73%	6,69%
Tasa de Plazo Fijo (TNA - prom. mensual ponderado para plazos entre 30 y 59 días)	18,69%	3,62%	3,11%	4,22%	4,41%	4,72%

TÍTULOS PÚBLICOS Y MERCADOS BURSÁTILES

Títulos	Paridad			TIR (%)			Promedio ponderado de vida (días) 19-dic-05
	19-dic-05	Var.% semanal	Var.% mensual	19-dic-05	12-dic-05	16-nov-05	
En dolares							
Boden 2012	78,00	-1,9%	-1,1%	8,66	8,04	7,99	1128
Par U\$S	32,25	-3,7%	-11,6%	-	-	-	5801
Discount U\$S	81,75	-4,1%	-14,8%	-	-	-	4362
En pesos							
Boden 2007	66,20	0,3%	0,9%	-2,92	-2,64	-2,43	229
Boden 2008	77,30	0,4%	1,8%	-1,89	-1,74	-1,18	559
Par \$+CER	48,00	0,0%	-5,4%	5,52	5,50	5,66	7818
Discount \$+CER	115,70	-2,3%	-10,0%	6,51	6,31	6,49	5224

