

01N.2021

e 11

VIII

CONSEJO FEDERAL DE INVERSIONES

PROVINCIA DE SANTIAGO DEL ESTERO

46 490
6685
MS

ANÁLISIS DE LA COYUNTURA FISCAL ECONÓMICA Y FINANCIERA

EXPTE: 80100001

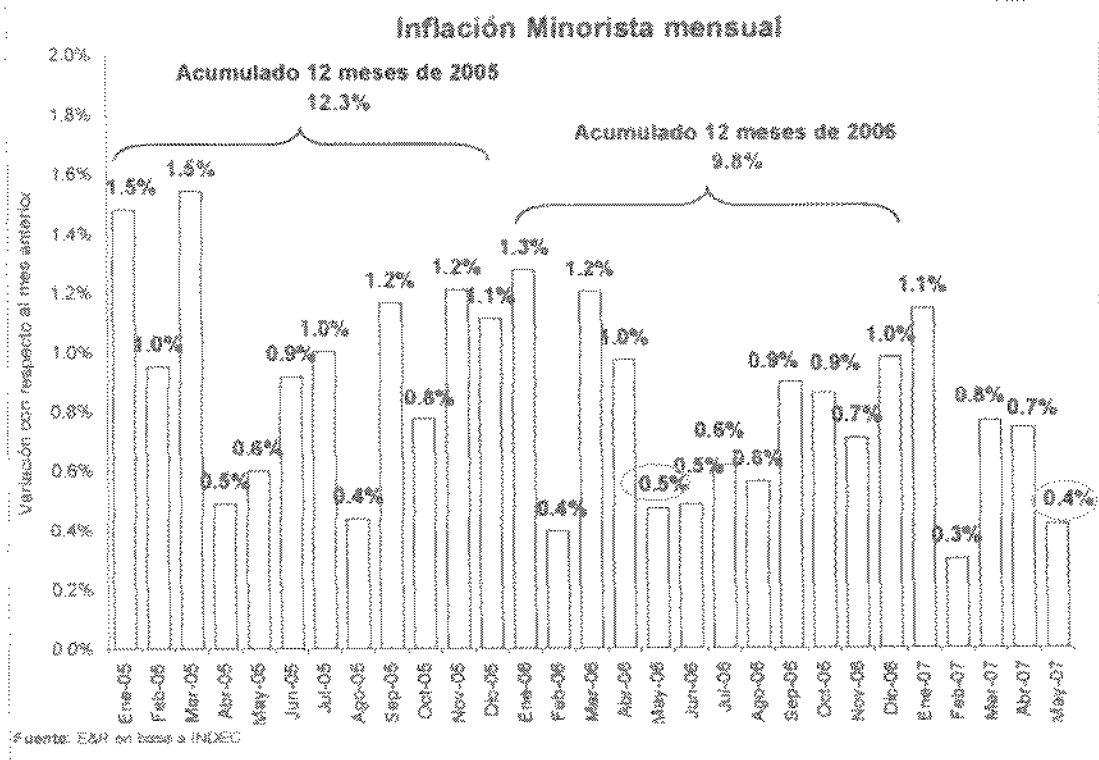
Mayo - 2007

ÍNDICE

1.	INFLACION OFICIAL EN MAYO DE 2007	3
1.1.	Inflación por Capítulo y Rubros	6
1.2.	Perspectivas.....	11
1.3.	Evolución semanal de los precios de alimentos y bebidas	11
2.	INFLACIÓN PROVINCIAL DEL MES DE ABRIL	14
2.1.	Inflación Acumulada en el primer trimestre de 2007	18
2.2.	Inflación en las provincias no incluidas en el IPCN	18
3.	LA EJECUCIÓN PROVINCIAL DE OBRAS PÚBLICAS DURANTE EL PERÍODO 1983-2007P... ..	19
3.1.	Evolución de la Obra Pública Provincial 1983-2007p... ..	19
3.2.	Evolución de la Obra Pública Provincial en términos reales.....	20
3.3.	Evolución de la Obra Pública por Regiones.....	21
3.4.	El Financiamiento de la Obra Pública Provincial... ..	26
3.5.	La obra pública como variable de ajuste.....	28
3.6.	Consideraciones Finales.....	30
4.	LA RECAUDACIÓN NACIONAL EN MAYO DE 2007	31
4.1.	En pocas palabras.....	31
4.2.	Recaudado por DGI	33
4.3.	Sistema de Seguridad Social	34
4.4.	Comercio Exterior	35
4.5.	Impuestos Distorsivos.....	35
4.6.	Consideraciones Finales.....	36
5.	TRANSFERENCIAS AUTOMÁTICAS A PROVINCIAS DURANTE MAYO DE 2007.....	37
5.1.	Evolución por región y por provincia.....	38
5.2.	Distribución de los Recursos Nacionales a Mayo y Acumulado del 2007	41
6.	PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS EN LAS PROVINCIAS AL PRIMER TRIMESTRE DE 2007.....	42
6.1.	La distribución regional de los préstamos y depósitos del sistema financiero argentino.....	42
6.2.	Préstamos y depósitos en moneda nacional del Sector Privado No Financiero.....	44
6.3.	La intermediación financiera por provincia	48
6.4.	Préstamos y depósitos en moneda nacional al Sector Público No Financiero	51
7.	EMISIONES RECIENTES DE DEUDA PROVINCIAL.....	53
7.1.	Colocación de Neuquén en los mercados internacionales de capitales	53
7.2.	Otras emisiones recientes de deuda provincial.....	54
7.3.	La Performance de los títulos públicos provinciales.....	55
8.	INCONSISTENCIAS DEL MODELO.....	56
8.1.	La Intervención Cambiaria es Cada Vez Menos Genuina.....	58
8.2.	Los MÚLTIPLES Objetivos del Banco Central.....	60
8.3.	Superávit Necesario para Sostener Genuinamente El Tipo de Cambio	62

1. INFLACION OFICIAL EN MAYO DE 2007

Durante el mes de mayo, la inflación oficial, medida por el IPC-GBA, ascendió a 0.4%, resultando 0.1 punto porcentual por debajo del registro de mayo '06 (0.5%).



Por otro lado, es preciso subrayar que la inflación oficial correspondiente al mes de mayo' 07 (0.4%) resultó levemente inferior a lo estimado por Economía y Regiones (0.5%) y por el consenso del mercado (0.6%, de acuerdo a la mediana del REM¹).

El IPC Estacional², por un lado, registró un retroceso del 0.1%, debido a importantes caídas en el precio de las frutas (-5.7%) y, en menor medida, por el leve retroceso de los precios del turismo (-0.1%). En tanto que las verduras (1.0%) y la ropa exterior (1.8%) presentaron incrementos moderados.

Por su parte, el IPC Regulado³ (0.4%) mostró un pequeño incremento que estuvo impulsado por el alza en Funcionamiento y mantenimiento de vehículos (1.0%), lo que respondería, al menos parcialmente, al incremento en los precios de las naftas premium.

¹ REM= Relevamiento de Expectativas del Mercado. Es una encuesta semanal que lleva a cabo el Banco Central entre las principales consultoras, bancos, universidades y centros de investigación acerca de las proyecciones de diversas variables económicas y financieras.

² La categoría IPC-Estacional incluye bienes y servicios cuyos precios fluctúan debido a factores estacionales, como frutas, verduras, ropa exterior, transporte por turismo, alojamiento y excursiones. En total, estos bienes y servicios representan el 9.24% de la canasta del IPC.

³ La categoría IPC-Regulado incluye bienes y servicios cuyos precios están sujetos a regulación estatal o tienen un alto componente impositivo, como combustibles para la vivienda, electricidad, agua y servicios sanitarios, correo, teléfono, cigarrillos, entre otros. En conjunto, representan el 20.13% de la canasta total del IPC.

Inflación según IPC Estacional, Regulado y Subyacente

Peso en el IPC	Rubros	Variación Mayo '07	Acumulado 2007
100.0%	IPC NIVEL GENERAL	0.4%	3.4%
6.2%	IPC ESTACIONAL	-0.1%	-2.1%
1.5%	Frutas	-5.7%	-14.6%
2.1%	Verduras	1.0%	16.5%
2.8%	Ropa exterior	1.8%	3.8%
2.8%	Turismo	-0.1%	-12.6%
20.1%	IPC REGULADO	0.4%	2.5%
4.4%	Servicios básicos y combustibles para la vivienda	0.2%	2.0%
6.4%	Transporte público de pasajeros	0.2%	3.3%
4.0%	Funcionamiento y mantenimiento de los vehículos	1.0%	3.5%
4.0%	Comunicaciones	0.1%	0.1%
1.3%	Cigarrillos y accesorios	0.0%	2.3%
70.6%	IPC SUBYACENTE	0.5%	4.5%
29.1%	Productos sujetos a acuerdos	0.6%	4.3%
4.5%	Productos de panificación, cereales y pastas	0.2%	4.6%
7.4%	Carnes	-0.3%	1.9%
0.5%	Aceites y grasas	1.1%	8.9%
4.0%	Productos lácteos y huevos	2.6%	9.8%
0.7%	Azúcar, miel, dulces y cacao	0.0%	3.5%
0.4%	Condimentos y otros productos alimenticios	-1.4%	0.2%
2.0%	Bebidas no alcohólicas	1.6%	4.1%
0.7%	Infusiones	1.1%	5.8%
0.4%	Ropa interior	2.3%	6.8%
4.5%	Productos medicinales y accesorios terapéuticos	0.4%	3.5%
0.9%	Textos y útiles escolares	0.7%	3.8%
1.4%	Productos y utensilios de limpieza	0.6%	3.3%
1.9%	Artículos de tocador y belleza	0.4%	3.8%
41.5%	Bienes y Servicios Libres de Acuerdos	0.4%	4.5%

Fuente: E&R en base a INDEC

Finalmente, el IPC subyacente⁴ experimentó una suba de precios del 0.5%. En este caso, debe destacarse que el conjunto de productos sujetos a acuerdos de precios presentó una variación de 0.6% durante el mes pasado, superando el aumento exhibido por aquellos bienes y servicios libres de acuerdos (0.4%) (ver cuadro).

Tal como se viene observando desde diciembre del año pasado, en mayo el Gobierno no obtuvo el resultado esperado en su política de acuerdos de precios, ya que varios rubros incluidos en los convenios fueron los que más subieron.

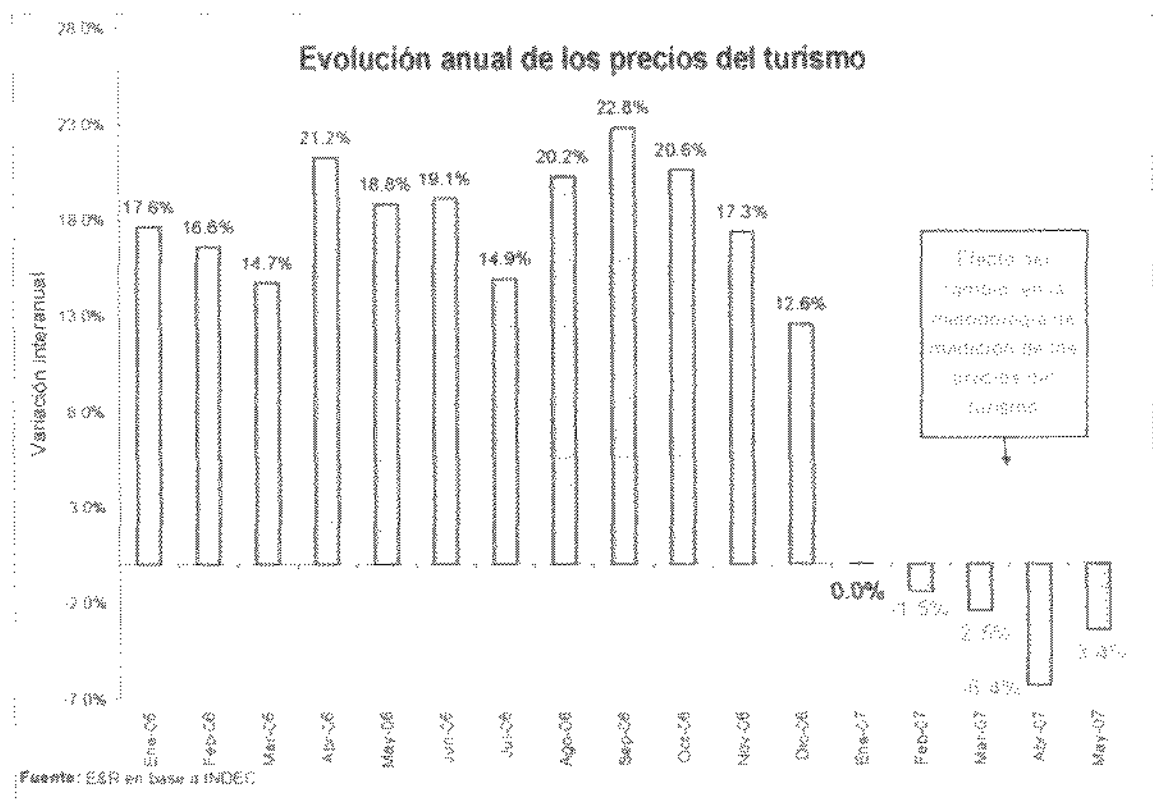
⁴ La categoría IPC Subyacente abarca todos los rubros del índice que no presentan un comportamiento estacional ni están sujetos a regulaciones estatales. Esta categoría representa el 70.63% de la canasta total del IPC.

Inflación "Libre" y "Controlada"			
Peso en el IPC	Rubros	Variación Mayo '07	Acumulado 2007
100.0%	IPC Nivel General	0.4%	3.4%
50.7%	IPC "Libre"	0.3%	3.1%
9.2%	IPC Estacional	-0.1%	-2.1%
41.5%	IPC Subyacente s/ acuerdos	0.4%	4.5%
49.3%	IPC "Controlado"	0.5%	3.7%
20.1%	IPC Regulado	0.4%	2.5%
29.1%	IPC Subyacente c/ acuerdos	0.6%	4.3%
Fuente: E&R en base a INDEC.			

Si se descompone el IPC-GBA en un componente "libre" (IPC Estacional + IPC Subyacente sin acuerdos) y un componente "controlado" (IPC Regulado + IPC Subyacente con acuerdos), se observa que la inflación del mes de mayo fue de 0.3% en el componente "libre" y de 0.5% en el componente "controlado". En este sentido, vale la pena recordar que en el transcurso de 2006 los bienes y servicios "libres" del control del Gobierno acumularon un incremento de precios del 14.8% (1.2% promedio mensual), en tanto que los bienes y servicios "controlados" por el Gobierno registraron un alza de sólo el 4.7% (0.4% promedio mensual). Estos resultados reflejan la efectividad de las medidas dispuestas por el Poder Ejecutivo para desacelerar el ritmo de los aumentos de precios. Sin embargo, en los últimos meses y, con la excepción de abril, se observa que los precios "bajo acuerdo" han experimentado incrementos (0.7%, en promedio) similares, e incluso superiores, a los "libres de controles" (0.5%, en promedio), por lo que todo parecería indicar que esta política anti-inflacionaria estaría perdiendo la efectividad mostrada durante el periodo enero - noviembre 2006 (ver gráfico).



En este contexto, merece destacarse que en enero pasado, coincidiendo con el comienzo de una etapa normal en los acuerdos de precios con perdición de efectividad, se efectuaron algunos cambios en la metodología utilizada por el INDEC para medir los precios de los bienes y servicios que componen la canasta del IPC. En algunos rubros se computan los precios oficiales, es decir aquellos que están siendo auditados por el Gobierno. Ese fue el caso de los precios del turismo en enero '07, cuando en lugar de tomar los precios del mercado (relevados por los encuestadores del instituto) se utilizaron precios acordados, motivo por el cual la suba de precios (3.7%) resultó muy inferior a la de enero de los últimos años (12% - 17%). Además, y como consecuencia de dicho cambio, los precios del turismo cayeron en febrero (-1.5%), marzo (-2.5%), abril (-6.4%) y mayo (-3.4%) de 2007, en términos interanuales. Como se observa en el próximo gráfico, este hecho también resulta bastante atípico, dado que en 2006 el incremento promedio interanual fue 18% y en ningún mes de dicho año se registraron variadas interanuales en los precios.



1.1. Inflación por Capítulo y Rubros

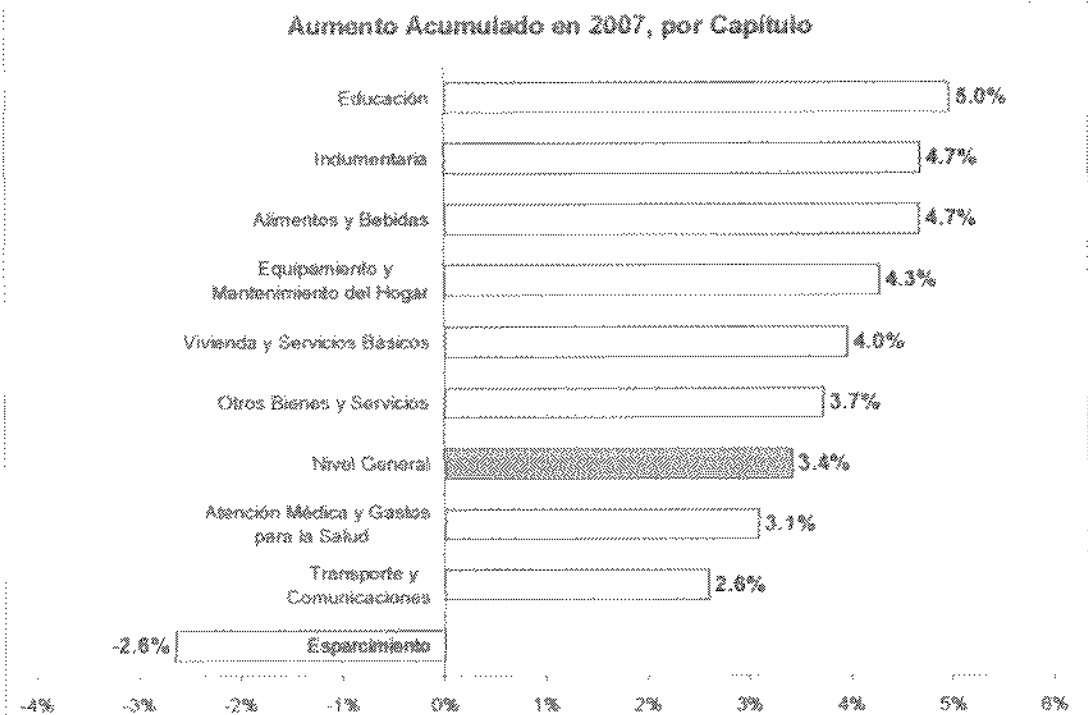
Durante el mes pasado, todos los capítulos que componen el IPC registraron incrementos de precios, siendo **Indumentaria (1.7%)** el de mayor aumento. En segundo lugar se encuentra **Transporte y comunicaciones (0.6%)**, lo que obedece a subas en **Adquisición de vehículos (0.8%)** y **Funcionamiento y mantenimiento de vehículos (1.0%)**. Luego, siguen los incrementos en **Vivienda y servicios básicos (0.5%)**, **Atención médica y gastos para la salud (0.5%)** y **Educación (0.5%)**. En cuarto lugar se ubica el rubro **Otros bienes y servicios (0.4%)** y a continuación **Esparcimiento (0.3%)** y **Equipamiento y mantenimiento del hogar (0.3%)**. Por su parte, **Alimentos y bebidas (0.1%)** es el capítulo con menor incremento durante el mes de mayo.

Por otro lado, en los cinco primeros meses de 2007 la inflación acumulada asciende a 3.4%, resultando 1 punto porcentual por debajo del registro de igual período del año pasado (4.4%).

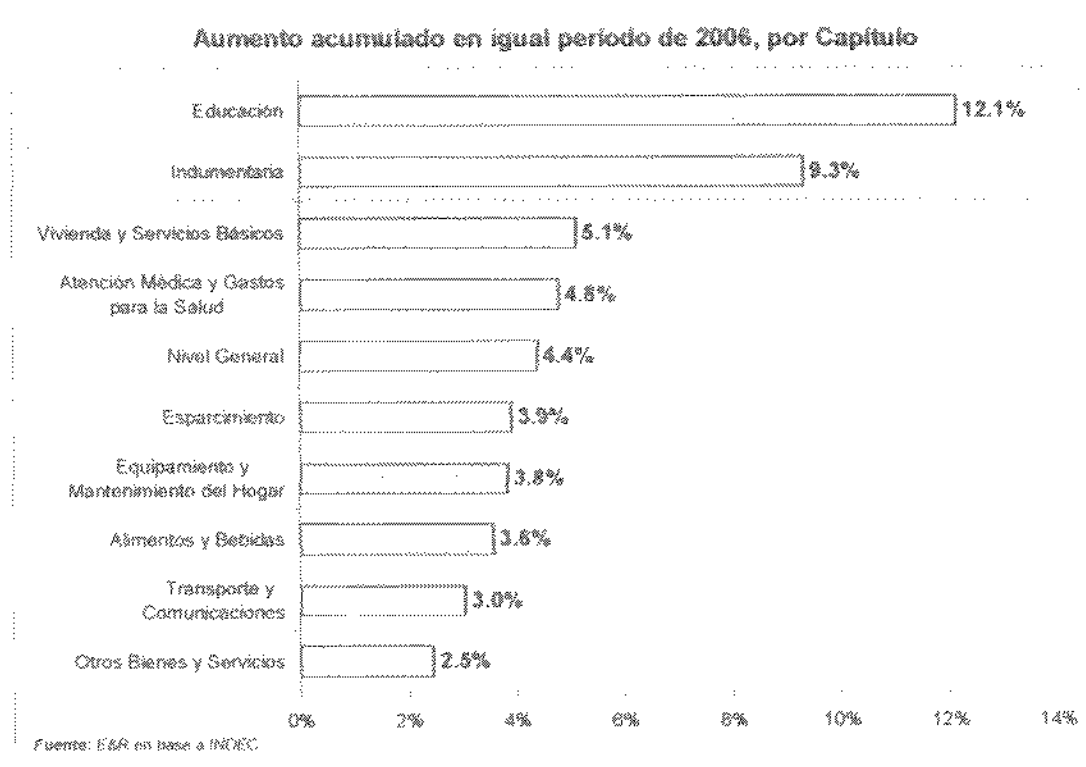
Inflación del mes de Mayo de 2007					
	Variación frente al mes anterior	Incidencia	Apuerto a la Inflación	Variación Acumulada en 2007	Variación Acumulada en 2006
Nivel General	0.4%	0.4	100%	3.4%	4.4%
Alimentos y Bebidas	0.1%	0.05	12%	4.7%	3.6%
Indumentaria	1.7%	0.10	24%	4.7%	9.3%
Vivienda y Servicios Básicos	0.5%	0.06	14%	4.0%	5.1%
Equipamiento y Mantenimiento del Hogar	0.3%	0.02	3%	4.3%	3.6%
Atención Médica y Gastos para la Salud	0.5%	0.05	12%	3.1%	4.8%
Transporte y Comunicaciones	0.6%	0.08	19%	2.6%	3.0%
Esparcimiento	0.3%	0.02	3%	-2.6%	3.9%
Educación	0.5%	0.02	5%	5.0%	12.1%
Otros Bienes y Servicios	0.4%	0.02	5%	3.7%	2.5%

Fuente: E&R en base a INDEC

Resulta interesante analizar como vienen los precios de los principales capitulos del IPC en lo que va del año y compararlos con los primeros cinco meses del año pasado. En los gráficos a continuación se indica el aumento acumulado por capítulo en el periodo enero-mayo de 2006 y 2007.



Fuente: E&R en base a INDEC

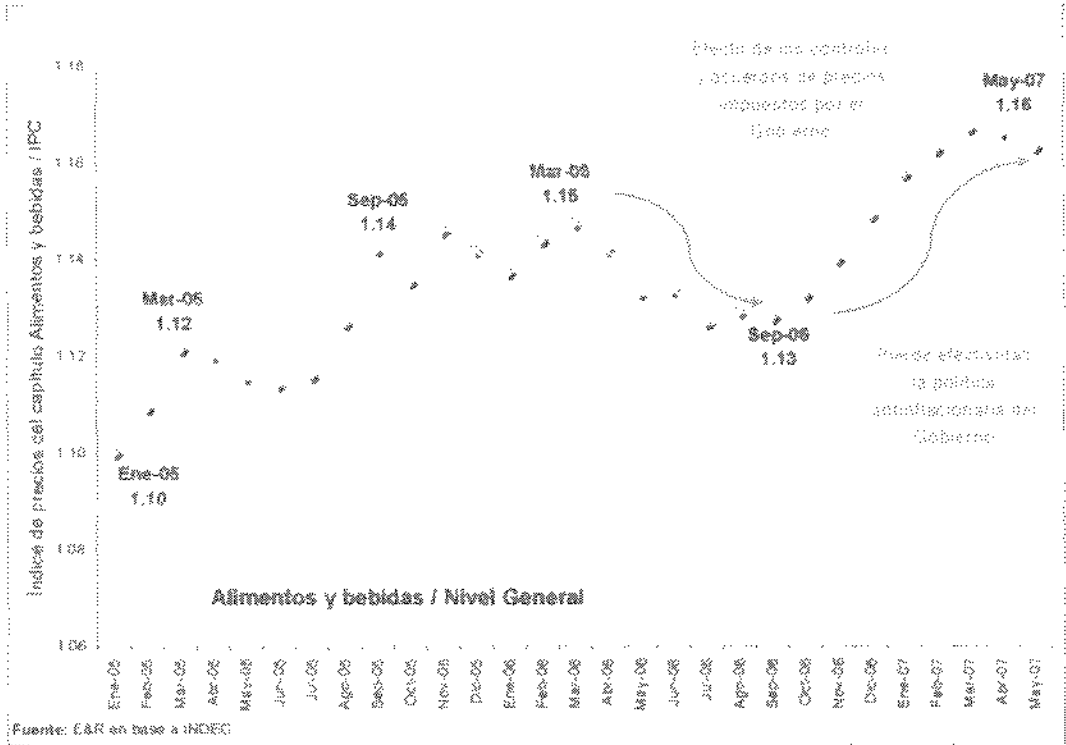


Una de las diferencias más significativas se observa en el caso de los alimentos y bebidas, uno de los rubros claves de la política de acuerdos del Gobierno y, paradójicamente, el capítulo del IPC con el segundo mayor incremento de precios en lo que va del año (4.7%).

En el siguiente cuadro se observa el aporte (en puntos porcentuales) de cada capítulo a la inflación acumulada por el IPC-GBA durante los primeros cinco meses de 2006 y 2007. Al respecto merece destacarse que el aporte acumulado de Alimentos y bebidas es mayor en 2007 (1.7 p.p.), a pesar de que la inflación acumulada en lo que va del año es menor (en 1 p.p.) que en igual período de 2006. Es decir, en 2007 la inflación es impulsada por los aumentos en los precios de los alimentos y bebidas.

Aporte por capítulo al aumento acumulado en Enero-Mayo		
	2006	2007
Nivel general	4.4%	3.4%
Alimentos y bebidas	1.3%	1.7%
Indumentaria	0.6%	0.3%
Vivienda y servicios básicos	0.5%	0.4%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	0.3%	0.3%
Atención médica y gastos para la salud	0.4%	0.3%
Transporte y comunicaciones	0.4%	0.4%
Esparcimiento	0.4%	-0.2%
Educación	0.4%	0.2%
Otros bienes y servicios	0.1%	0.2%

Otra manera de visualizar el impacto de los aumentos de los precios de los alimentos y bebidas es comparando la evolución del índice de precios de dicho capítulo en relación al nivel general de precios (IPC-GBA). Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, los precios de los alimentos, en términos del IPC Nivel General, cayeron entre marzo y septiembre del año pasado, debido principalmente a los estrictos controles y acuerdos de precios impulsados por la Secretaría de Comercio Interior. Sin embargo, tal como hemos mencionado anteriormente, desde fines del año pasado la efectividad de dichas medida se ha ido reduciendo y, en consecuencia, a diferencia de lo acontecido en 2006, este año el aumento de precios es motorizado por el capítulo de alimentos y bebidas.



Asimismo, la inflación acumulada por el capítulo de Alimentos y bebidas (4.7%) en los primeros cinco meses del año supera ampliamente el registro de igual periodo del año pasado (3.6%). Ello responde a que ciertos rubros claves como panificación, cereales y pastas, carnes, aceites y grasas, y productos lácteos y huevos y comidas para llevar muestran en lo que va de 2007 incrementos superiores a los acumulados en igual periodo del año pasado. En este sentido, los

	Acumulado enero-abril de	
	2006	2007
Alimentos y bebidas del IPC	3.6%	4.7%
Alimentos para consumir en el hogar	2.5%	4.3%
Los productos para el consumo en el hogar	4.3%	4.9%
Cereales y pastas	0.5%	1.9%
Aceites y grasas	0.9%	3.9%
Carnes, carnes blancas y aves	0.8%	4.8%
Frutas	-1.0%	-14.6%
Verduras	12.7%	16.5%
Azúcar, miel, dulces y cacao	-	3.5%
Condimentos y otros productos alimenticios	-	0.2%
Comidas listas para llevar	5.0%	7.3%
Bebidas e infusiones para consumir en el hogar	3.6%	3.8%
Bebidas no alcohólicas	3.7%	4.1%
Bebidas alcohólicas	2.3%	2.0%
Infusiones	5.2%	5.8%
Alimentos y bebidas consumidos fuera del hogar	-	6.5%
Canasta Básica Alimentaria (Línea de Indigencia)	1.6%	3.3%

mayores incrementos acumulados en los precios de algunos alimentos y bebidas durante los primeros cinco meses del año, explican que en 2007, el aumento en el costo de la Canasta Básica Alimentaria - CBA o línea de indigencia- (3.3%) duplique al registrado en el mismo periodo del año pasado (1.6%).

Si bien la canasta de bienes y servicios del Índice de Precios al Consumidor (IPC-GBA) es una sola y está fija, la estructura de gastos de consumo difiere entre los quintiles de ingreso per cápita⁵, por lo que el impacto de la inflación varía notablemente entre clase sociales. Al respecto, cabe señalar que en la estructura de ponderaciones⁶ del índice de precios del sector de la población de menores ingresos (indigentes), el capítulo Alimentos y Bebidas tiene una ponderación (46.6%) superior al 31.3% del IPC GBA y aún más alta que la que posee en el índice de precios del grupo de mayores recursos (clase alta, 23.3%). Otra diferencia sustancial en cuanto a la estructura de ponderaciones de los gastos de consumo se encuentra en el capítulo Esparcimiento, que posee una ponderación del 12.15% en la confección del índice correspondiente al sector de la población de mayores ingresos (clase alta), mientras que en el índice de precios de los hogares indigentes pesa un 3.7%.

Estructura de Ponderaciones del IPC GBA y de los quintiles de ingreso per cápita

	IPC GBA	Indigentes (Quintil 1)	Pobres (Quintil 2)	Clase media (Quintil 3)	Clase media alta (Quintil 4)	Clase alta (Quintil 5)
Nivel General	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Alimentos y Bebidas	31.3	46.6	40.9	33.5	30.4	23.3
Indumentaria	5.2	4.8	4.9	5.2	4.9	5.5
Vivienda y Servicios Básicos	12.7	11.0	12.0	12.6	13.2	13.1
Equipamiento y Mantenimiento del Hogar	6.6	4.1	4.8	4.3	6.3	8.7
Atención Médica y Cuidado para la Salud	10.0	6.5	7.9	9.4	12.0	10.7
Transporte y Comunicaciones	17.0	16.2	16.0	17.6	16.7	17.4
Esparcimiento	8.7	3.7	5.3	6.5	8.2	12.2
Educación	4.2	2.2	3.4	3.8	4.1	5.2
Otros Bienes y Servicios	4.4	5.0	4.8	4.9	4.4	4.0

Fuente: INDEC

La pérdida de poder adquisitivo que trae aparejada la inflación difiere según el nivel de ingresos percibido por la población. Además, las diferencias en el impacto de la inflación por clase social constituyen un indicador clave de la política distributiva del Gobierno.

Durante 2006, el esfuerzo del Gobierno para mantener bajo control los precios de un conjunto de bienes y servicios que poseen una ponderación importante en la estructura de gastos de los hogares de menores ingresos, principalmente alimentos y bebidas, obtuvo resultados favorables. En efecto, los precios de los alimentos y bebidas (10.5%) acumularon un incremento similar al IPC (9.8%). Sin embargo, el aumento acumulado en los precios de los alimentos y bebidas durante los primeros cinco meses del año (4.7%) supera ampliamente el aumento acumulado en igual periodo del 2005 (3.6%), indicando que en 2007 la inflación afecta más a los sectores de menores recursos.

Además, en general ocurre que los individuos de menores recursos son los que resultan más afectados por la inflación, dado que cuentan con escasas posibilidades de mantener el poder adquisitivo de sus ingresos. En cambio, los sectores de mayores ingresos tienen a su alcance mecanismos para diversificar sus tenencias de activos y protegerlas de la erosión que genera la inflación (bonos indexados, inmuebles, entre otros). Asimismo,

⁵ Para construir los quintiles se ordena a los hogares perceptores de ingresos de menor a mayor, en base al ingreso per cápita del hogar y se los divide en cinco grupos de igual tamaño. El que contiene a los hogares con ingresos más bajos se denomina **quintil 1**, mientras que el último grupo, que contiene a los hogares de mayores ingresos, se designa como **quintil 5**. Las ponderaciones calculadas para cada quintil de ingreso fueron actualizadas por la evolución de precios entre el periodo de referencia de la Encuesta Nacional de Gastos de Hogares 96/97 y el periodo base del IPC-GBA (1999=100).

⁶ Las ponderaciones son el peso relativo del gasto en cada agrupamiento de Bienes y Servicios en el total del gasto de consumo de la población de referencia.

al estar incorporados al circuito formal de la economía, a diferencia de los sectores más pobres, donde la gran mayoría trabaja "en negro", pueden renegociar sus ingresos laborales más frecuentemente.

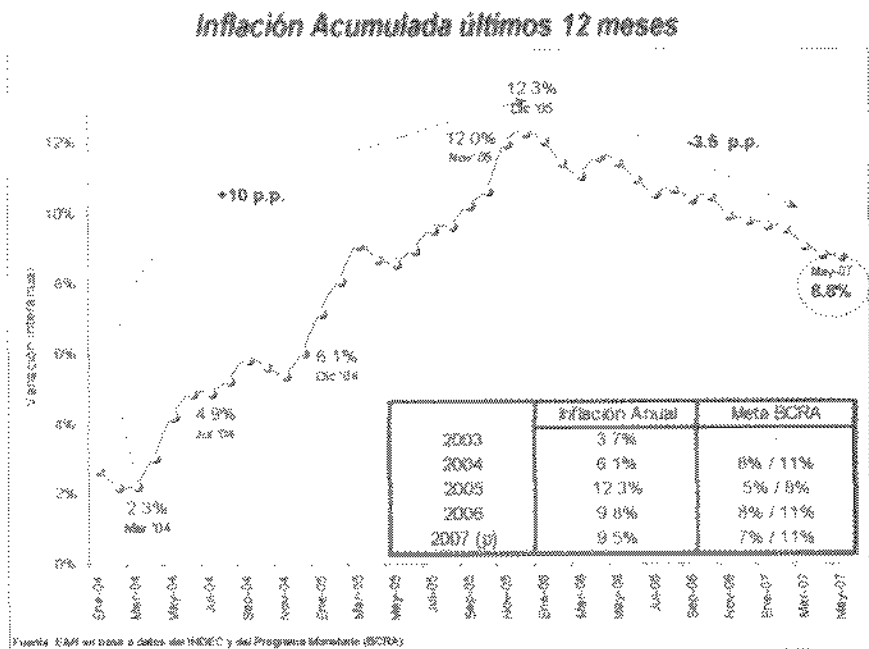
1.2. Perspectivas

En los últimos doce meses, el índice de inflación oficial alcanza un alza acumulada del 8.8%. En este punto, es preciso señalar la desaceleración en la inflación acumulada de los últimos 12 meses: en mayo' 06, ésta ascendía al 11.5%, es decir, 2.7 puntos porcentuales más que en mayo'07 (8.8%).

Con respecto a las perspectivas para junio '07, estimamos que la tasa de inflación para el IPC-GBA se ubicará en torno al 0.5%, similar al registro de mayo del año pasado (0.5%). Al respecto cabe señalar que, por lo general, el segundo trimestre del año es menos complicado que el primer trimestre, en materia de precios.

Uno de los rubros a tener en cuenta en los próximos meses es Vivienda y servicios básicos, ya que el salario de los encargados de edificios aumentará en mayo (5%), junio (5%) y agosto (6.5%), como resultado de las negociaciones salariales del gremio y, probablemente se traslade a aumentos en las expensas.

Por otra parte, nuestra proyección de inflación oficial para el 2007, se ubica en 9.5% anual, en línea con las estimaciones del consenso del mercado (según la mediana del REM). Así, de acuerdo a nuestra estimación, el Gobierno y el BCRA cumplirían con la pauta inflacionaria prevista para todo el año (7%-11%); aunque a un costo potencialmente elevado en términos de inflación en el mediano plazo y, crecientes distorsiones económicas, si la desaceleración en la tasa de inflación se sustenta principalmente en medidas de dudoso sostenimiento en el tiempo, como son los acuerdos de precios, cambios metodológicos en el calculo del índice y restricciones a las exportaciones.



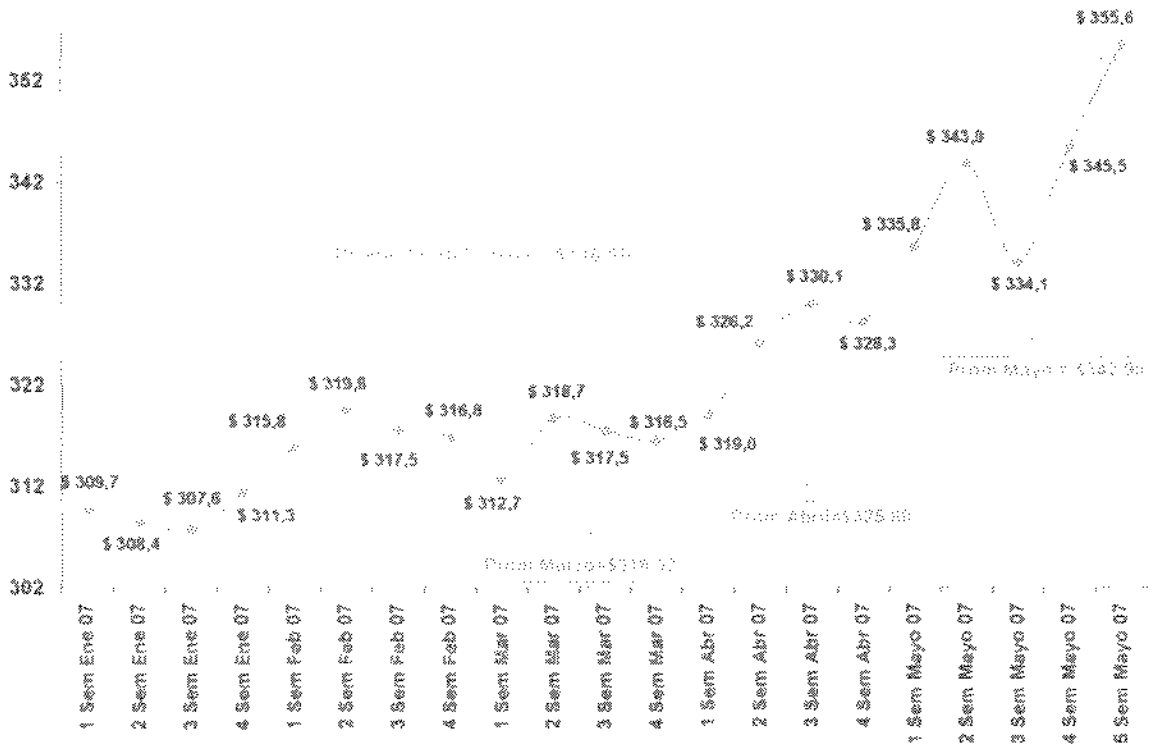
1.3. Evolución semanal de los precios de alimentos y bebidas

A fin de conocer la evolución de los precios de los alimentos y bebidas que releva periódicamente el INDEC para confeccionar el IPC-GBA, realizamos semanalmente un relevamiento de precios para un subconjunto de artículos que componen la canasta de alimentos y bebidas para consumir en el hogar⁷.

En el siguiente gráfico se aprecia la evolución semanal de la canasta relevada en el presente informe. Allí se observa que, si bien la misma permaneció estable en promedio durante la segunda quincena de febrero y el mes de marzo, se disparó en las tres primeras semanas de abril, para volver a retroceder en la última semana de dicho mes (\$328,26). En consecuencia, en abril el precio promedio de de la canasta ascendió a \$325,90, superando en un 3% los valores del mes anterior. Asimismo, en mayo el costo de la canasta⁸ volvió a aumentar durante las primeras dos semanas, hasta alcanzar los \$343,90, para luego caer durante la tercera (\$334,10) y anular el aumento anterior. De todas formas, vuelve crecer durante la cuarta (\$345,50) y la quinta semana⁹ (\$355,06) alcanzando, en promedio, los \$343,00.

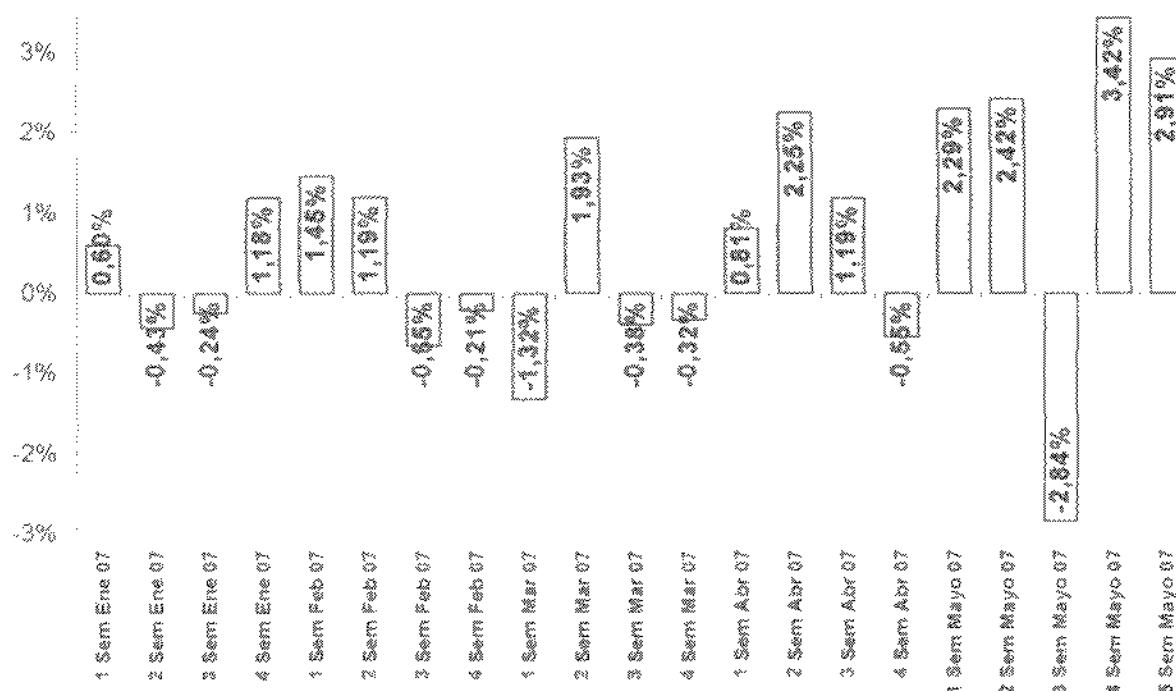
En base a este relevamiento, se observa un aumento del 5,2% para este conjunto de alimentos y bebidas, entre mayo y abril de 2007, superando ampliamente el resultado obtenido por el INDEC para el capítulo de alimentos y bebidas (0.1%).

Evolución Semanal de la Canasta de Alimentos y Bebidas



⁷ Los alimentos y bebidas para consumir en el hogar representan aproximadamente el 26% de la canasta total del IPC-GBA.
⁸ Merece aclararse que nuestra canasta está compuesta por sesenta y cinco productos de consumo masivo, pero no está ponderada, es decir, considera la suma de precios de cada uno los artículos sin tener en cuenta el peso relativo de cada uno de los componentes en el consumo de una familia tipo.
⁹ Obsérvese, que a diferencia de otros meses, Mayo presenta cinco semanas desde el Martes 1 hasta el Jueves 31.

Variación Semanal del Costo de los Alimentos y Bebidas
(en %)



Fuente: Elaboración propia

Las alzas en los precios de los alimentos y bebidas registradas durante el mes de mayo¹⁰ estuvieron encabezadas por algunas frutas y verduras como la cebolla (32,7%), el zapallito redondo (9,11%), la lechuga (13,8%), el tomate larga vida (13,1%), la batata (6,34%), el limón (3,1%) y la zanahoria (1,8%). Los lácteos también sufrieron notorios aumentos, entre estos se destacan la leche entera (21,5%), la manteca (11%), la leche en polvo (13,1%), el queso cremoso (13,7%), queso reggianito (4,13%), yogurt bebible (4,38%) y el queso patagás (1,02%). También se observan aumentos en algunos rubros de carnicería como: el asado de ternera (12,11%), el bife angosto de ternera (8,14%), las hamburguesas (8,54%), la nalga de ternera (11,65%), la carne picada común de ternera (22,57%), la paleta de ternera (8,29%) y cuadril de ternera (7,06%). Del otro lado, los principales descensos de precios se sintieron en productos como la banana (-12,87%), la margarina (-5,8%), el pan lactal (-2,33%) y el queso crema (-3,9%).

Cabe hacer hincapié en el fuerte incremento que mostraron algunas carnes, dado que sus precios son seguidos muy de cerca por el Gobierno. En efecto, los precios máximos forman parte de la política antinflacionaria del Gobierno y la carne es uno de los alimentos (de referencia) cuyo precio se intenta controlar, dada su importancia relativa en la dieta del consumidor medio argentino. El paro de Carbap¹¹ y las expectativas de aumento de los precios mayoristas impuestos, provocaron un desabastecimiento del mercado de Liniers durante las dos primeras semanas de mayo. No obstante, una vez que se hubo establecido el nuevo acuerdo y los precios máximos "sugeridos" fueron reemplazados por una banda con topes superiores, la oferta se recuperó rápidamente. De hecho, la abundante cantidad de ingresos fue interpretada además -en el sector- como una repercusión "positiva" del acuerdo que los ganaderos y los frigoríficos habían firmado la semana anterior con el Gobierno. Este convenio

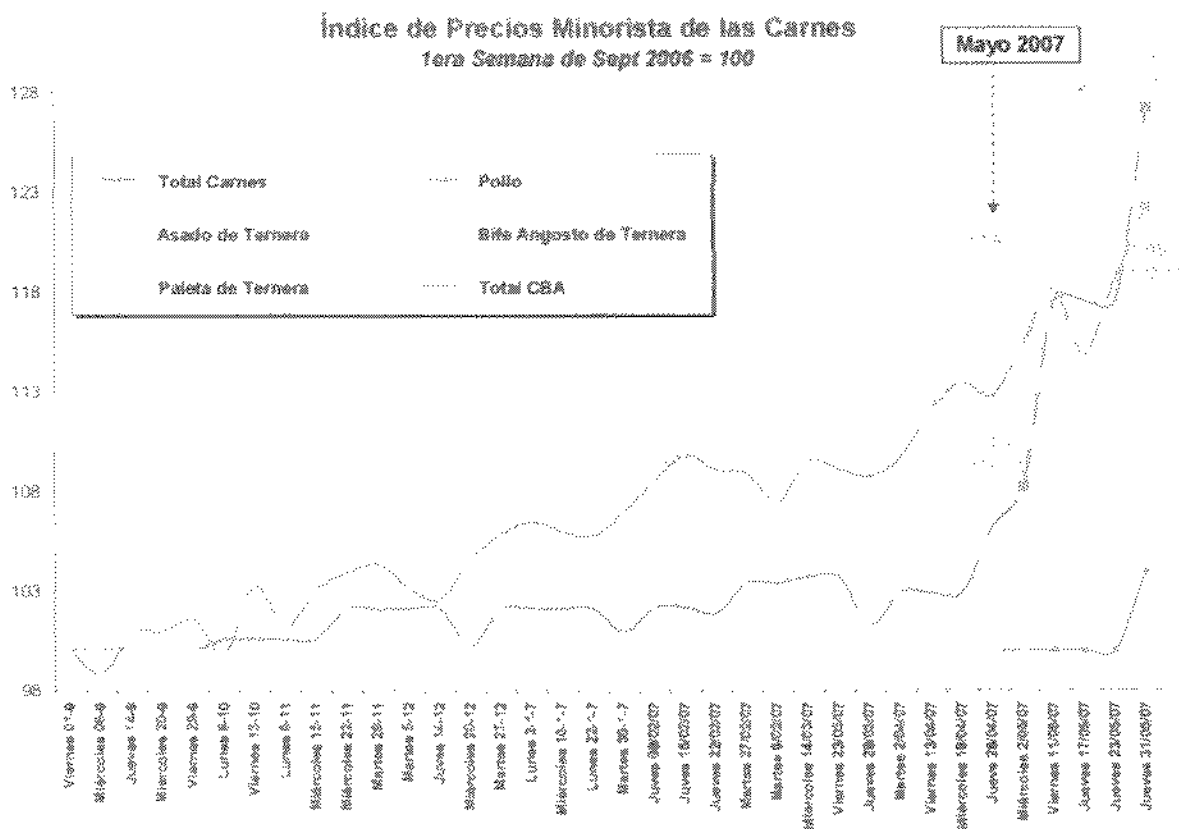
¹⁰ En este caso la variación se calcula tomando los precios promedios correspondientes a las semanas de cada mes.

¹¹ "Confederación de Asociaciones Rurales de Buenos Aires y la Pampa".

incluyó también, como condición innegociable, el cese de las intervenciones en el mercado por parte del Secretario de Comercio Interior, Guillermo Moreno.

De este modo, las nuevas bandas aumentaron un 17% para el novillo (pasando de \$ 2,56 a \$ 3,00 por kilo), un 5,4% para los novillitos (pasando de \$ 2,99 a \$ 3,15), un 7% para las vaquillonas (de \$ 2,94 a \$ 3,15) y un 10,7% para los terneros (de \$ 2,98 pasaron a \$ 3,30).

Por su parte, los precios al público reflejaron el comportamiento del mercado mayorista, acumulando en las primeras dos semanas del mes un aumento del 8,6%, -producto del desabastecimiento-. Luego, permanecieron estables en la tercera y cuarta semana de mayo, pero volvieron a incrementarse en un 8,3% en la última. Obsérvese, que a partir del nuevo convenio, el precio minorista de la carne creció a tasas más elevadas que el costo total de nuestra canasta. De esta forma, se pone de manifiesto el retraso del ajuste del precio de la carne, dada la distorsión de precios relativos que trae aparejada la política de precios máximos.

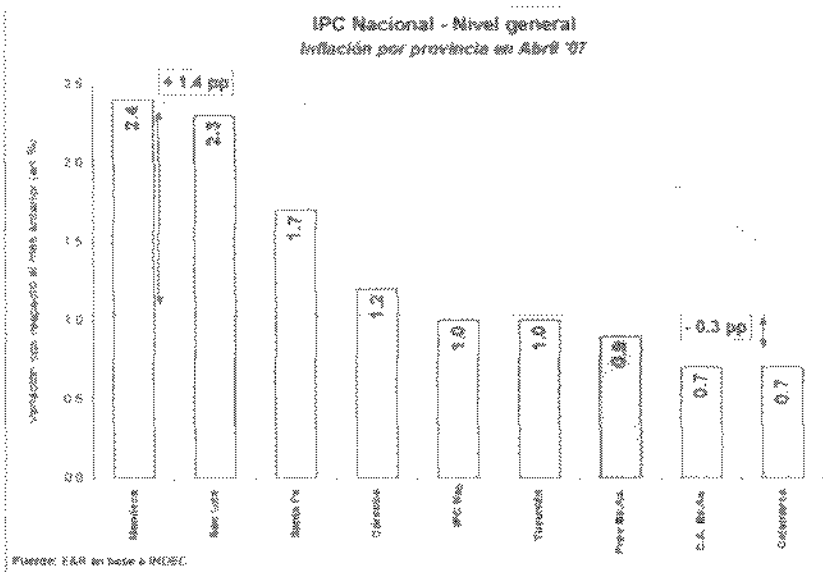


Fuente: Elaboración propia

2. Inflación provincial del mes de Abril

En abril de 2007, el Índice de Precios al Consumidor Nacional¹² (IPCN), que muestra los datos de inflación a nivel provincial, experimentó una suba del 1.0% con relación al mes anterior, de manera tal que resultó 0.3 puntos porcentuales superior a la inflación de marzo calculada por el IPC-GBA (0.7%). Asimismo, el incremento de precios del IPCN registrado durante abril (1.0%) fue semejante al aumento producido en el mes de marzo '07 (1.0%).

Durante el mes de abril, todos los aumentos registrados se ubicaron entre el 0.7% (C.A. Bs. As. y Catamarca) y el 2.4% (Mendoza), por lo que la diferencia entre el incremento máximo y el mínimo fue de 1.7 puntos porcentuales (ver gráfico). Si se excluyen los casos de Mendoza (2.4%), San Luis (2.3%) y Santa Fe (1.7%), las demás jurisdicciones experimentaron aumentos de precios que se situaron entre el 0.7% y el 1.2% mensual.



En el caso de Mendoza se observan importantes subas en los rubros Indumentaria (4.9%), Alimentos y bebidas (4.1%), Esparcimiento (1.9%) y Equipamiento y mantenimiento del hogar (1.3%). Por otra parte, en la C.A. Bs. As., la caída en los precios del Esparcimiento (-1.2%) y moderadas subas en otros rubros compensaron los mayores precios de Indumentaria (2.7%) y Educación (2.2%). Algo similar se observa en la provincia de Catamarca, donde las bajas en los precios de Educación (-0.8%) y Esparcimiento (-0.5) fueron contrarrestadas por mayores aumentos en Indumentaria (1.8%), Vivienda y servicios básicos (1.2%) y Otros bienes y servicios (1.3%).

Variación porcentual respecto al mes anterior, según capítulos, de las provincias que componen el IPCN

Capítulo / Jurisdicción	IPC Nac.	C.A. Bs.As.	Prov. Bs.As.	Córdoba	Santa Fe	Mendoza	Tucumán	San Luis	Catamarca
Nivel General	1.0	0.7	0.9	1.2	1.7	2.4	1.0	1.3	0.7
Alimentos y bebidas	1.1	0.7	1.0	1.3	2.3	4.1	0.7	4.7	0.8
Indumentaria	2.4	2.7	2.8	3.5	3.5	4.9	1.7	1.7	1.8
Vivienda y servicios básicos	1.1	1.0	1.3	0.7	1.6	0.7	0.6	1.7	1.2
Equipamiento y mantenimiento del hogar	0.9	0.8	0.8	1.3	1.0	1.3	0.9	1.3	0.7
Atención médica y gastos para la salud	0.9	0.8	1.1	0.5	0.4	1.0	1.1	1.5	1.1
Transporte y comunicaciones	0.8	0.4	0.5	1.0	2.0	0.9	1.0	0.2	0.8
Esparcimiento	0.4	1.1	0.3	0.3	0.5	1.9	2.3	0.8	0.5
Educación	1.8	2.2	2.0	3.3	1.1	0.8	0.4	0.3	0.8
Otros bienes y servicios	0.6	0.6	0.5	0.0	1.0	0.9	0.7	0.5	1.3

Fuente: IAR en base a datos del INDEC

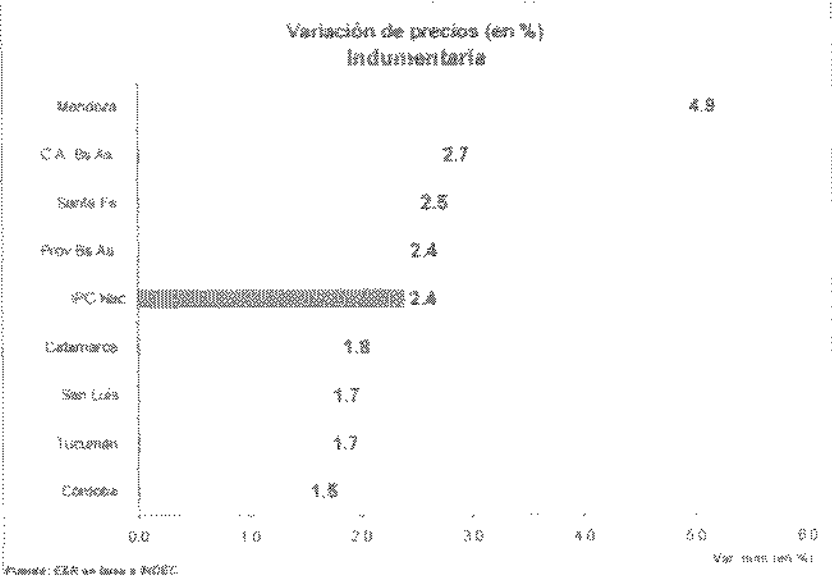
Nota: El valor porcentual figura el punto relativo de cada jurisdicción en el IPC Nacional

¹² El IPCN se publica aproximadamente con tres semanas de rezago con respecto al IPC-GBA. En esta primera etapa de relevamiento, las provincias que conforman el IPCN son: Ciudad de Buenos Aires, Provincia de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe, Mendoza, Tucumán, San Luis y Catamarca.

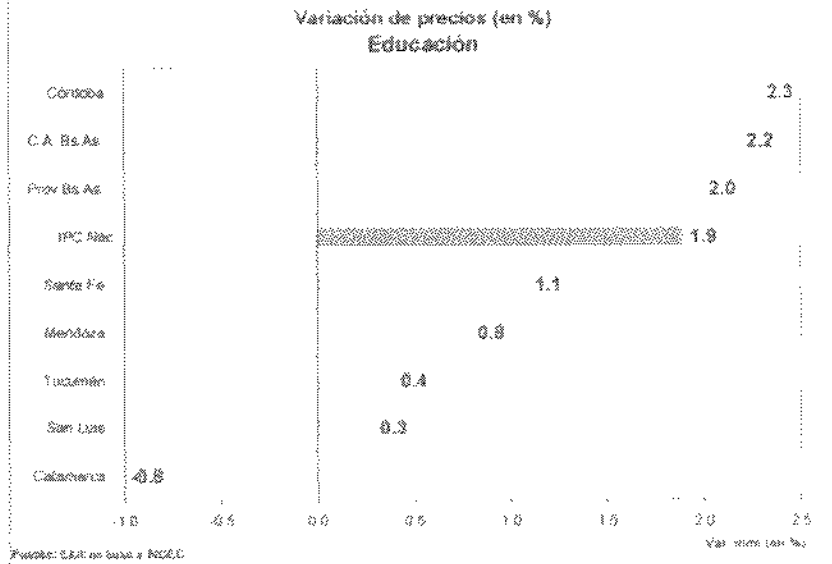
Cabe destacar que, a semejanza de lo ocurrido en febrero y marzo, en abril '07 el alza de precios de los bienes (1.2%) fue superior a la de los servicios (0.7%).

Durante el mes de abril, el único capítulo del IPCN que registró caídas de precios es Esparcimiento (-0.4%), lo que obedece a factores estacionales. Por otro lado, los mayores aumentos se produjeron en Indumentaria (2.4%), Educación (1.9%) y Alimentos y bebidas (1.2%). No obstante, cabe destacar que la evolución de los precios en dichos capítulos presentó diferencias significativas entre provincias.

Las fuertes subas en los precios de la indumentaria, que a nivel nacional crecieron un 2.4% mensual, responden a aumentos en los precios de la colección de la temporada otoño-invierno. El mayor aumento se registró en Mendoza (4.9%), seguida por la C.A. Bs. As. (2.7%), Santa Fe (2.5%) y Provincia de Bs. As. (2.4%).



Otro de los capítulos del IPCN que merece particular atención es Educación (1.9%), ya que se observan variaciones diferentes a nivel provincial. Mientras que en Córdoba (2.3%), C.A. Bs. As. (2.2%) y provincia de Bs. As. (2.0%) se aprecian incrementos de precios superiores al promedio nacional, en otras jurisdicciones se registraron aumentos moderados e incluso, descensos de precios. Tal es el caso de Catamarca, donde los precios de la Educación retrocedieron un 0.8% en el mes de abril.



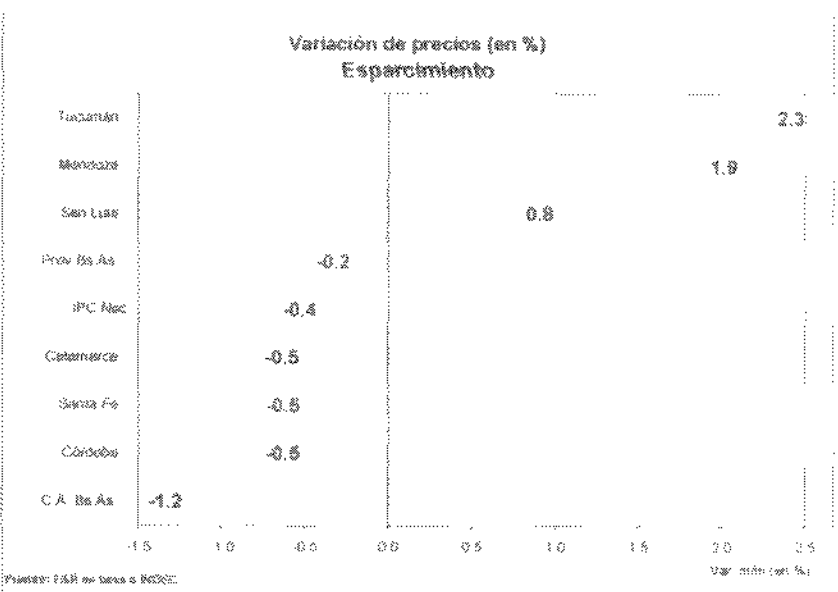
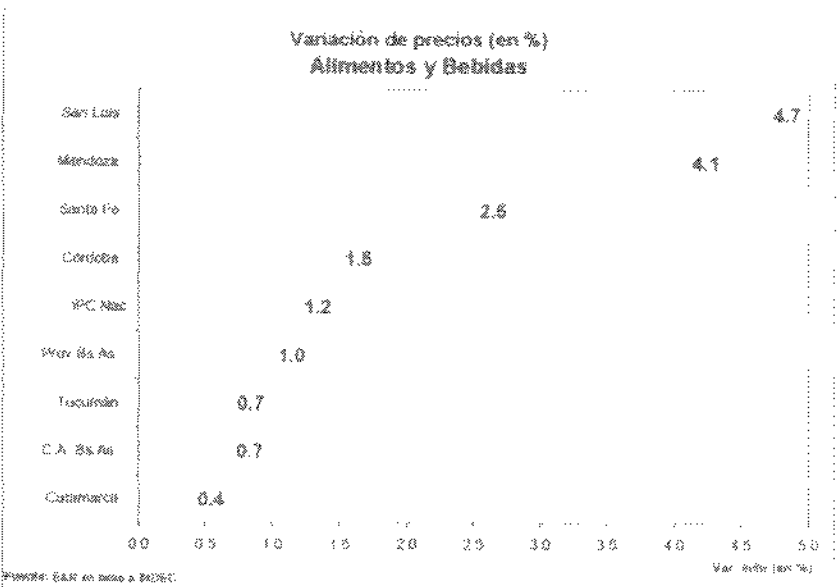
En lo que se refiere al rubro **Alimentos y bebidas** (1.2%), se observa cierta heterogeneidad en la evolución de precios durante el mes de abril. Por un lado, San Luis (4.7%), Mendoza (4.1%) y, en menor medida, Santa Fe (2.5%) mostraron aumentos considerables. En tanto que Catamarca (0.4%), Tucumán (0.7%) y C.A.Bs.As. (0.7%) registraron incrementos por debajo del 1.0% mensual.

En cambio, los precios del capítulo **Esparcimiento** (-0.4%) retrocedieron levemente durante el mes de abril, debido principalmente a menores precios del turismo. Las mayores bajas se observan en C.A. Bs. As. (-1.2%), Córdoba (-0.5%), Santa Fe (-0.5%) y Catamarca (-0.5%). Del otro lado, en Tucumán (2.3%), Mendoza (1.9%) y San Luis (0.8%) se produjeron incrementos en los costos del turismo.

En lo que se refiere a **Vivienda y Servicios Básicos** (1.1%), sobresalen los aumentos en San Luis (1.7%), Santa Fe (1.4%) y Provincia de Bs. As. (1.3%).

Por su parte, los precios del capítulo **Atención médica y gastos para la salud** (0.9%) muestran una alta disparidad, con fuertes subas en algunas provincias, como San Luis (1.5%), y moderados incrementos en otras, como es el caso de Santa Fe (0.4%).

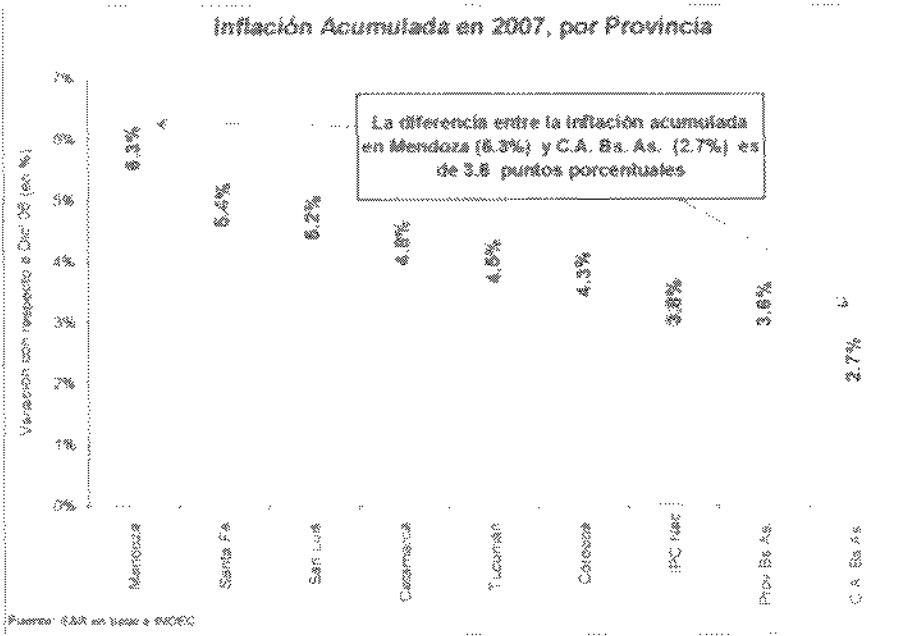
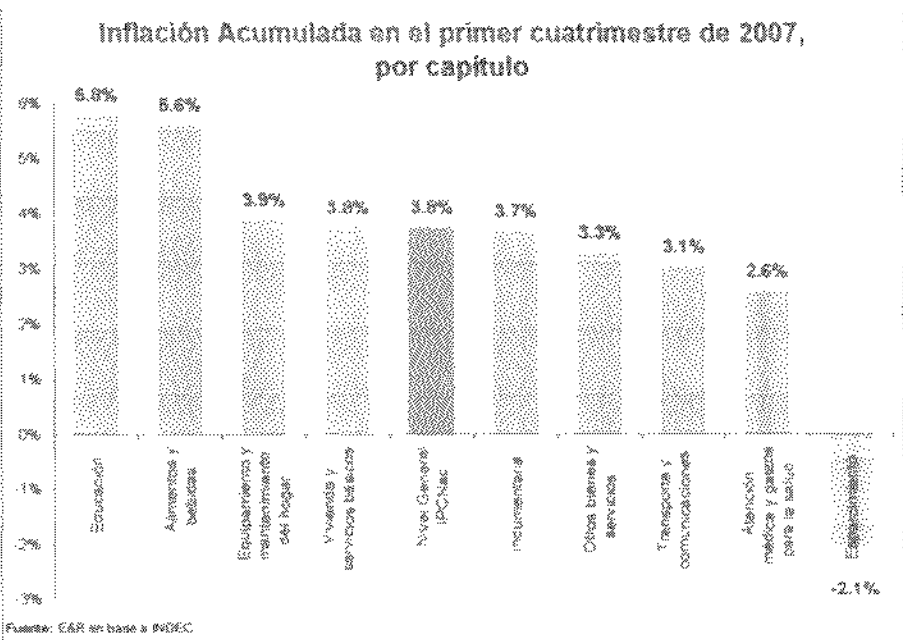
Algo similar sucede en el capítulo **Transporte y comunicaciones** (0.8%), donde los incrementos de precios en Santa Fe (2.0%) y Córdoba (1.9%) superan ampliamente los registrados en otras jurisdicciones, como San Luis (0.2%) y C.A.Bs.As. (0.4%).



2.1. Inflación Acumulada en el primer trimestre de 2007

Durante los primeros cuatro meses del año, la inflación acumulada a nivel nacional asciende a 3.8%. Las mayores subas se produjeron en los capítulos de Educación (5.8%), seguido por Alimentos y bebidas (5.6%) y Equipamiento y mantenimiento del hogar (3.9%). En el otro extremo, se ubica el rubro Esparcimiento, con una caída acumulada del 2.1% en lo que va del año.

Mendoza (6.3%) encabeza el ranking de provincias con mayor inflación en el primer cuatrimestre del año, con una inflación promedio mensual del 2.1%. A continuación se ubican Santa Fe (5.4%), San Luis (5.2%), Catamarca (4.8%), Tucumán (4.5%) y Córdoba (4.3%). Estas seis jurisdicciones registraron una inflación minorista superior a la del promedio nacional (3.8%). Por otro lado, la C.A. Bs. As. (2.7%) y la Provincia de Bs. As. (3.6%) son las regiones con menor inflación acumulada, con una suba de precios promedio mensual del 0.9% y 1.2%, respectivamente.



2.2. Inflación en las provincias no incluidas en el IPCN

El Índice Autoponderado de Precios al Consumidor del aglomerado Trelew-Rawson presentó en abril de 2007 una variación del 1.5% respecto al mes anterior. Seis de los ocho rubros que componen el índice

presentaron subas, siendo Esparcimiento y Educación (7.6%) el de mayor incremento, seguido por Indumentaria (2.0%) y Equipamiento y Funcionamiento del Hogar (2.0%). A continuación, con subas más modestas, se ubican Alimentación y Bebida (1.4%), Vivienda, Combustible y Electricidad (1.0%) y Atención Médica y Gastos de Salud (0.3%). En cambio, los rubros Transporte y comunicaciones (0.0%) y Bienes y servicios varios (0.0%) no registraron aumentos de precios. Merece destacarse que, la metodología de cálculo del Índice Autoponderado de Precios al Consumidor para el aglomerado Trelew-Rawson difiere sustancialmente de la utilizada por el INDEC para confeccionar el Índice de Precios al Consumidor GBA, ya que en el primer caso los cien productos que componen la canasta reciben igual ponderación y por lo tanto, una suba o una baja importante del precio de cualquiera de ellos impacta notoriamente en el nivel general.

La Dirección General de Estadística y Censos de la Provincia de Tierra del Fuego, Antártica e Islas del Atlántico Sur informó que el **Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Ushuaia** registró en abril de 2007 un crecimiento del 1.6%, respecto al mes anterior. Las mayores subas se produjeron en los rubros Vivienda, combustible y electricidad (5.6%), seguido por menores incrementos en Indumentaria (1.2%), Bienes y servicios varios (1.2%), Alimentos y bebidas (0.7%) y Atención médica y gastos de salud (0.7%). En cambio, los precios de Esparcimiento y Educación (-1.0%) retrocedieron respecto a marzo. En relación a abril de 2006, la inflación acumulada asciende a 10.2%. Por su parte, el **Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Río Grande** mostró un incremento del 2.0% durante el mes de abril, impulsado por fuertes subas en los rubros Alimentación y bebidas (3.3%), Indumentaria (2.3%) y, en menor medida, en Atención médica y gastos de salud (1.1%) y Bienes y servicios varios (0.8%). El rubro Vivienda, combustible y electricidad (0.0%) no presentó aumentos y Esparcimiento y Educación (-0.4%) registró un leve descenso. En comparación con igual mes del año pasado, los precios al consumidor presentan en abril de 2007 un crecimiento del 9.0%.

El **Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Posadas**, que elabora el Instituto de Estadísticas y Censos de la Provincia de Misiones, presentó en el mes de abril un incremento de 1.8% respecto al mes anterior. Así, en el primer cuatrimestre del año, la inflación acumulada asciende a 6.6%. En relación a abril del año pasado, los precios minoristas acumulan un crecimiento del 14.2%.

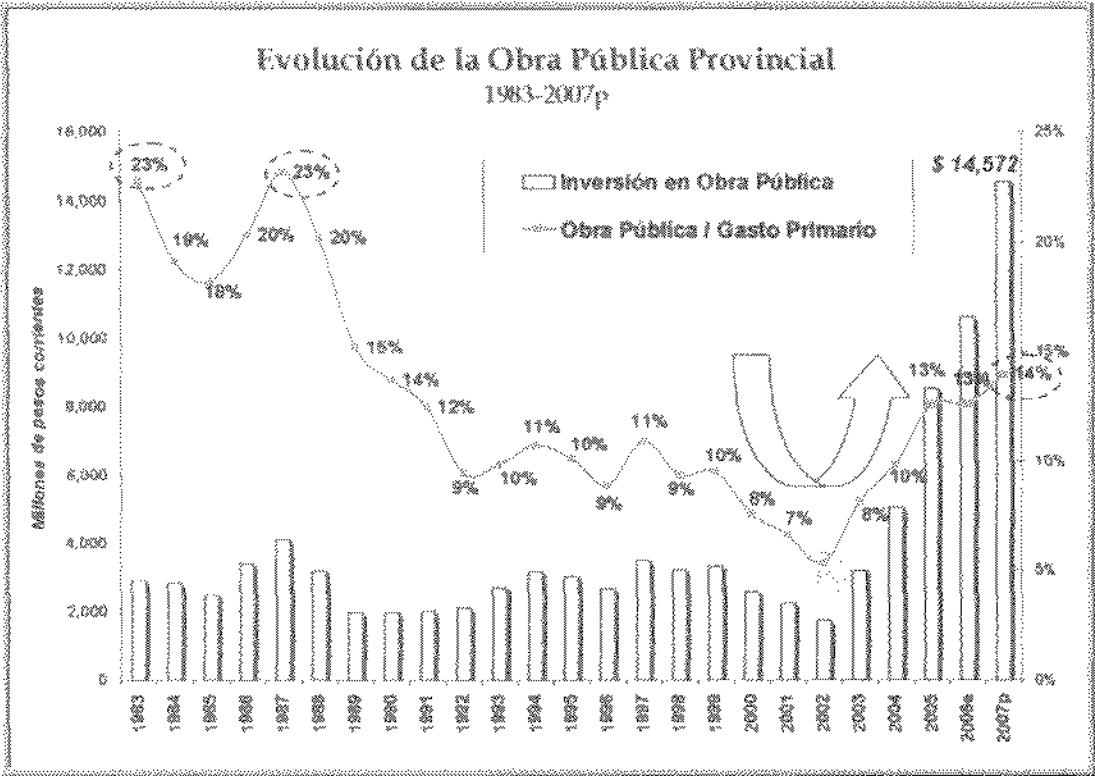
La Dirección General de Estadísticas y Censos de la Provincia de la Pampa informó que el **Índice Autoponderado de Precios al Consumidor de Santa Rosa** registró un incremento mensual de 2.8% durante abril. En comparación con igual mes del año anterior se destaca un incremento de 15.8%, mientras que la inflación acumulada en el primer cuatrimestre del año asciende al 8.3%. Los mayores aumentos de precios del mes de abril se sintieron en los rubros Vivienda y combustibles (5.5%), Indumentaria y calzado (3.5%), Alimentos y bebidas (3.5%) y Bienes y servicios varios (1.4%). Por otro lado, los rubros Atención médica y gastos de salud (-0.9%), Equipamiento y funcionamiento del hogar (-0.6%) y Transporte y comunicaciones (-0.5%) mostraron leves descensos en sus precios, siendo Esparcimiento y Educación (0.0%) el único rubro que no presenta variación de precios en abril.

En este caso también corresponde señalar que el Índice Autoponderado de Precios de la ciudad de Santa Rosa, que releva el precio de cien productos que reciben igual ponderación, no representa una canasta que refleja hábitos de consumo por grupos o estratos sociales, por lo que no es directamente comparable con el Índice de Precios al Consumidor GBA.

3. La Ejecución Provincial de Obras Públicas durante el período 1983-2007p

3.1. Evolución de la Obra Pública Provincial 1983-2007p...

Analizando la evolución de las finanzas públicas provinciales durante los últimos 25 años (período 1983/2007), se concluye que la inversión en obra pública, principal componente de las erogaciones de capital a nivel consolidado, ha observado un comportamiento errático, explicado en buena medida por las recurrentes crisis fiscales de las provincias. Es decir, la obra pública ha sido utilizada como variable de ajuste por la mayoría de las administraciones subnacionales, lo que ha llevado a que su ejecución y participación dentro del total de erogaciones provinciales no observe un patrón estable.



Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a datos del MECON y Ministerios de Economía Provinciales

En este sentido, la inversión en infraestructura como proporción del gasto primario (neto del pago de intereses de la deuda) alcanzó un máximo de 23% en 1983 y 1987, tras lo cual su participación comenzó a mostrar un fuerte descenso, llegando a un mínimo de 5% durante la última crisis económica y fiscal (2002). Por su parte, durante el período 2003/2007p se observa una recuperación en la participación de la obra pública dentro de las erogaciones provinciales. Producto de una situación fiscal más holgada en gran parte de las administraciones subnacionales, el promedio para este quinquenio asciende al 11%.

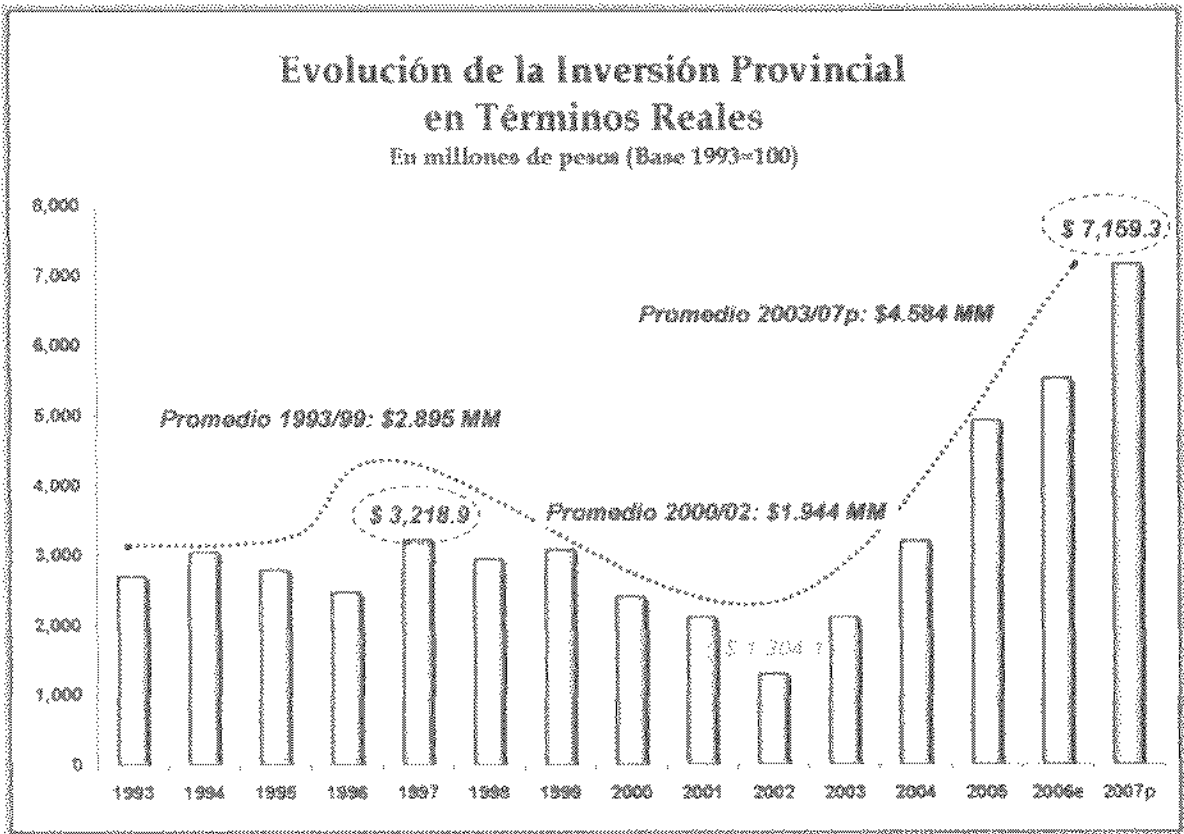
Durante el 2007, se prevé que la inversión en infraestructura presente un crecimiento interanual cercano al 40% superando los \$14.570 millones, lo que representaría una erogación adicional de \$3.950 millones en relación a 2006.

3.2. Evolución de la Obra Pública Provincial en términos reales

Otro aspecto relevante a analizar es la evolución que ha mantenido la obra pública provincial en términos reales, dado que durante el período post devaluación (Dic '01-Mar '07) se registra una inflación acumulada de 95,5%.

A precios de 1993 (deflactado por IPC), se observa que durante el período 1993/99 (caracterizado por la estabilidad del nivel de precios) la inversión promedio anual se ubica en los **\$2.895 millones**, con un máximo de \$3.218 millones en 1997. En forma posterior, se comienza a advertir un fuerte descenso en los niveles de obra pública, producto del contexto recesivo, hasta llegar a un mínimo de \$1.304 millones, lo cual ubica al promedio del período 2000/02 en **\$1.944 millones** anuales, un 33% por debajo de la media alcanzada en el período anterior.

Por último, se advierte que la evolución de la inversión pública durante el período post-devaluatorio también ha sido significativa en términos reales, dado que el nivel promedio de inversión anual del período (\$4.584 millones), se ubica un 135% por encima del período inmediato anterior y un 58% por arriba del promedio alcanzado en el período 1993/99, en el cual la economía se encontraba en una fase de crecimiento. Asimismo, se prevé que la inversión provincial alcance su máximo del período durante 2007, dado que la ejecución a nivel consolidado ascendería a casi \$7.200 millones, en términos reales.



Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a datos del MECON y Ministerios de Economía Provinciales

3.3. Evolución de la Obra Pública por Regiones...

Al igual que lo observado para el consolidado de provincias, la evolución de la obra pública a nivel regional ha observado una fuerte volatilidad durante el período bajo análisis (1983-2007p). Así, se advierte que ninguna de las regiones del país ha logrado escapar a la lógica del ajuste fiscal a través de la disminución de la inversión real directa.

Aspectos Metodológicos

Inversión Real Directa: son aquellos gastos destinados a la adquisición o producción de bienes de capital. Comprenden las edificaciones, instalaciones, construcciones y equipos que sirven para producir otros bienes y servicios. Se incluyen en este concepto las ampliaciones y modificaciones de los activos fijos que mejoren su productividad o prolonguen su vida de modo considerable, así como los gastos relacionados con la adquisición e instalación de activos fijos. Incluye los gastos por materiales y factores de producción, incluida la mano de obra, si se producen bienes por cuenta propia.

Gasto Primario: representa la sumatoria de los gastos corrientes y de capital, excluidos los pagos por intereses de la deuda pública.

Transferencias de Capital: son ingresos transferidos por el Gobierno Nacional, sin contraprestación de bienes o servicios, con el fin de lograr que el beneficiario de los recursos los destine a la formación de capital o para aumentar su capital financiero.

En términos agregados, la inversión pública provincial a lo largo del periodo asciende a \$97.150,3 millones, determinando una inversión media anual en torno a los \$3.886 millones. No obstante, desagregando la evolución de la inversión en 5 sub-periodos¹³, se observa que la inversión promedio ha mantenido un patrón fluctuante a lo largo del tiempo.

Evolución de la Obra Pública por Regiones 1983-2007p
En millones de pesos corrientes

REGIÓN	Inversión Real Directa (Acumulada por Período)				
	1983-1987	1988-1992	1993-1999	2000-2002	2003-2007p
Centro	2,531.6	1,736.2	3,237.0	1,006.8	7,255.2
Cuyo	1,494.4	1,108.4	2,057.5	978.5	3,388.7
NEA	2,449.3	1,671.3	2,733.5	785.5	6,942.3
NOA	2,528.4	2,034.5	3,197.9	1,180.5	7,613.2
Pampeana	2,978.9	2,329.5	6,368.0	1,180.1	8,096.7
Patagónica	3,736.4	2,399.1	4,010.9	1,436.2	8,683.9
Total	15,719.0	11,278.9	21,604.7	6,567.7	41,980.0
Media Anual	3,143.8	2,255.8	3,086.4	2,189.2	8,396.0

Región Centro: Córdoba, Entre Ríos y Santa Fe.

Región Cuyo: San Luis, San Juan y Mendoza.

Región Noreste: Chaco, Corrientes, Formosa y Misiones.

Región Noroeste: Catamarca, Jujuy, La Rioja, Salta, Santiago del Estero y Tucumán.

Región Pampeana: Buenos Aires y Ciudad del Buenos Aires

Región Patagónica: La Pampa, Río Negro, Neuquén, Chubut, Santa Cruz y Tierra del Fuego

Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a datos del MECON y Ministerios de Economía Provinciales

¹³ Para elaborar el informe se dividió en periodo bajo análisis (1983-2007p) en 5 sub-periodos de 5 años cada uno. No obstante, para obtener un mejor reflejo del ajuste realizado por las provincias durante la última crisis, el periodo 1993-2002 se dividió en un sub-periodo de 7 años (1993-1999) y otro de 3 (2000-2002).

El valor máximo anual promedio del gasto en obra pública ejecutado se registra en el periodo post devaluatorio (2003/2007p), ascendiendo a \$8.396 millones, en sintonía con la buena performance fiscal de las provincias, especialmente en los años 2003-2005. El total de inversión pública durante el mencionado periodo ascendería a \$41.980 millones, un 43% del total acumulado para ese periodo.

Por su parte, el nivel mínimo de inversión se registra en el periodo inmediatamente anterior (2000/2002), enmarcado en la profunda crisis económica por la que atravesara el país. Durante este trienio, la media anual del gasto en obra publica ascendió a \$2.189 millones, un 74% por debajo del promedio del periodo actual. De esta manera, el monto promedio de inversión anual para el periodo post-devaluatorio es casi el triple del alcanzado en el último periodo recesivo.

En tanto, el segundo promedio más bajo se registra en el periodo 1988/1992 (\$2.255 millones), también caracterizado por una crisis económica, reafirmando el carácter procíclico de la obra pública provincial.

Por último, los periodos 1983/1987 y 1993/1999 observaron promedio anuales de \$3.143 millones y \$3.086 millones, respectivamente. Cabe destacar que en ambos contextos, si bien la situación fiscal de las provincias era en su mayoría deficitaria, el escenario económico nacional era relativamente favorable y las administraciones subnacionales tenían acceso al crédito para financiar la ejecución de las obras.

En cuanto a la distribución de la inversión a nivel regional, se observa que las participaciones relativas no han observado grandes variaciones a lo largo del periodo en análisis. Esto permite afirmar que los ajustes se han producido en igual dirección y con similar intensidad en todas las regiones del país.

La región Patagónica ha mantenido, a excepción del periodo 1993/1999, la mayor participación a nivel regional, con un máximo de 23,8% (1983/1987) y un mínimo de 18,6% (1993/1999), en tanto que el promedio para todo el periodo asciende a 21,2%.

La región Pampeana, por su parte, ha registrado la mayor participación durante el periodo 1993/1999, concentrando prácticamente un tercio de la inversión provincial total (29,5%). Esta cifra representa a la vez, el máximo absoluto de la serie, explicado en gran medida por el incremento registrado en la inversión de la provincia de Buenos Aires a través del Fondo del Conurbano Bonaerense.

Distribución Regional de la Inversión Pública Provincial
Promedios por Periodo

REGIÓN	Participación Regional en el Total de Obras Públicas					Participación Promedio
	1983-1987	1988-1992	1993-1999	2000-2002	2003-2007p	
Centro	16.1%	15.4%	15.0%	15.3%	17.3%	15.8%
Cuyo	9.5%	9.8%	9.5%	14.9%	8.1%	10.4%
NEA	15.6%	14.8%	12.7%	12.0%	16.5%	14.3%
NOA	16.1%	18.0%	14.8%	18.0%	18.1%	17.0%
Pampeana	19.0%	20.7%	29.5%	18.0%	19.3%	21.3%
Patagónica	23.8%	21.3%	18.6%	21.9%	20.7%	21.2%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a datos del MECON y Ministerios de Economía Provinciales

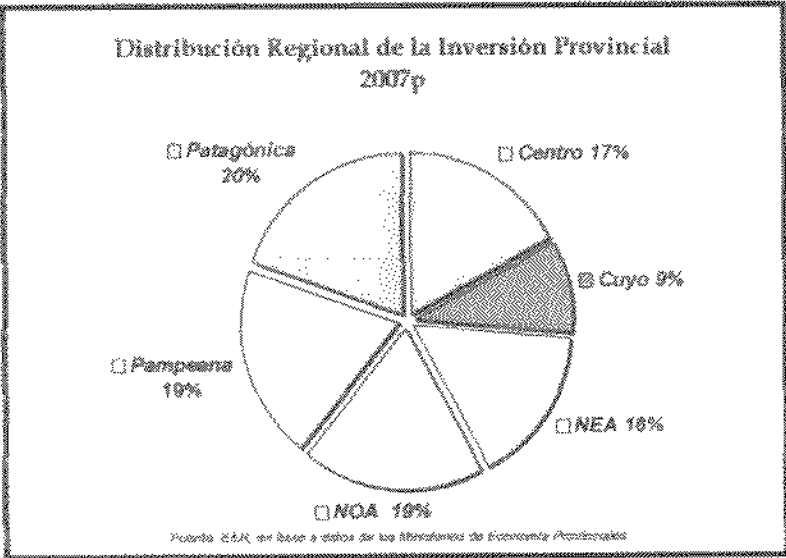
La región NOA registra una participación promedio de 17%, observando en la actualidad su mayor participación relativa (18,1%). Su menor contribución porcentual (14,8%) se registra en el periodo 1993/1999.

Por otra parte, la región Centro presenta una participación promedio de 15,8% para todo el periodo, alcanzando también su máximo en el periodo actual (17,3%), en tanto que su menor participación se registró, al igual que las regiones NOA y Patagónica, en el periodo 1993/1999.

Las regiones con menor participación han sido NEA y Cuyo, con promedios para el periodo de 14,3% y 10,4%, respectivamente. En el caso del NEA, al igual que las regiones Centro y NOA, presenta su mayor participación en el periodo 2003/2007p (16,5%), en tanto que alcanzó su mínimo en el periodo anterior (12%), mostrando una fuerte recuperación de la inversión pública tras la crisis (+4,5 pp). Por su parte, la región Cuyo presenta en la actualidad la menor participación de toda la serie (8,1%), registrando una fuerte caída (-6,8 pp) en relación a lo observado durante la última crisis, cuando alcanzó, a diferencia de las restantes regiones, su máxima contribución al total (14,9%).

Para el 2007, el gasto en obra pública del consolidado provincial ascendería a \$14.572 millones. El gasto en construcciones concentraría prácticamente la totalidad (86%) por un total de \$12.478 millones, en tanto que las erogaciones en bienes de capital (compra de maquinarias y equipos) ascenderían al 10% del total (\$1.389 millones). El restante 4% se divide en partes iguales entre la adquisición de bienes preexistentes (terrenos e inmuebles) y otras erogaciones (por ejemplo, activos intangibles), las cuales totalizarían \$349 millones y \$353 millones, respectivamente.

Con estos niveles proyectados, se prevé que en 2007 la región con mayor participación sea la Patagónica (20%), totalizando \$2.866 millones, seguida por las regiones Pampeana y NOA (ambas un 19%), que presentarían una inversión de \$2.829 y \$2.742, respectivamente. Asimismo, las regiones Centro y NEA concentrarían el 17% y 16%, respectivamente, por un monto total de \$2.527 millones y \$2.299 millones. De esta manera, la región con menor participación sería Cuyo (9%), que registraría una inversión total de sólo \$1.306 millones.



Por último, la inversión en obra pública puede ser considerada un indicador de performance fiscal de las administraciones subnacionales que muestra la calidad en la ejecución del gasto público. En este sentido, un valor elevado del ratio Inversión en Obra Pública/Gasto Primario Total es entendido como una mejor calidad de ejecución del gasto provincial ya que, por un lado, el gasto en capital se traduce en bienes que tienen retornos futuros, los cuales generan flujos permanentes de ingresos al conjunto de la economía y, por otro, es una erogación más flexible a la baja en casos de crisis de financiamiento.

De esta manera, se observa una fuerte disminución del ratio durante la última crisis fiscal, cuando la inversión en infraestructura pasó a representar menos del 9% del gasto primario consolidado, observando una caída de 2,6 pp en relación al periodo anterior (1993/99), lo cual fue revertido en el periodo post devaluación, alcanzando un ratio de 13,5%. No obstante, la ejecución de obras públicas sigue siendo, en términos relativos, sensiblemente

inferior a los ratios alcanzados durante la década del '80 y principios de los '90, cuando se alcanzaron ratios de 23,2% y 16,3%, respectivamente.

Calidad del Gasto Público Provincial
Promedios por Período

REGIÓN	Obra Pública Provincial / Gasto Primario Total					Ratio Promedio
	1983-1987	1988-1992	1993-1999	2000-2002	2003-2007p	
Centro	17.1%	11.3%	8.1%	5.4%	10.5%	10.5%
Cuyo	24.5%	19.0%	11.8%	12.2%	12.5%	16.0%
NEA	25.3%	18.1%	11.3%	8.7%	19.7%	16.6%
NOA	22.1%	16.8%	11.1%	9.1%	14.9%	14.8%
Pampeana	12.5%	8.5%	7.9%	2.9%	6.0%	7.6%
Patagónica	38.0%	24.2%	15.3%	11.7%	17.3%	21.3%
Promedio	23.2%	16.3%	10.9%	8.3%	13.5%	14.5%

Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a datos del MECON y Ministerios de Economía Provinciales

Nuevamente, la región **Patagónica** encabeza el ranking a nivel regional ya que, en promedio, ha sido la zona donde la ejecución de obras ha mantenido una mayor relevancia, con una participación promedio del 21,3% de las erogaciones primarias. Su mayor participación se alcanzó durante el periodo (1983/1987), siendo también el máximo de la serie a nivel interregional, en tanto que su nivel mínimo se observa, al igual que la mayoría de las jurisdicciones, en el periodo 2000/2002. Durante 2007, se espera que el ratio ascienda al 18,9%.

Se advierte una fuerte reversión en la región **Pampeana** si se analiza la ejecución de obras públicas en relación al total de erogaciones primarias. En la tabla se observa que presenta no sólo el menor ratio promedio para todo el periodo (7,6%), sino también la menor participación de toda la serie (2,9% para el periodo 2000/02) y el menor ratio en el periodo actual (6%). No obstante, se espera que este porcentaje ascienda al 7,4% durante 2007.

Por otra parte, el **NEA** presenta el segundo mayor ratio promedio del periodo (16,6%), siendo a su vez la región con mayor participación relativa en la actualidad (19,7%), producto de una fuerte recomposición en la inversión pública tras la última crisis (+11 pp). Asimismo, para 2007 este ratio ascendería a 23,1%.

Otra región que presenta una variación significativa es **Cuyo**, ya que, si bien su participación promedio en el total de inversiones es la menor a nivel regional, en términos de gasto primario se presenta como la tercera región con mayor ejecución (16%). Asimismo, fue la única región que elevó la participación de la obra pública en el periodo 2000/02 (+0,4 pp), pasando a encabezar el ranking durante dicha etapa. Para 2007, se espera que la obra pública concentre el 17,4% del total de erogaciones primarias.

La región **NOA**, por su parte, presenta un ratio promedio de 14,8% para todo el periodo, con un máximo de 22,1% en el periodo 1983/1987 y una participación mínima de 9,1% durante el periodo 2000/2002. Durante 2007, este ratio ascendería a 18,7%.

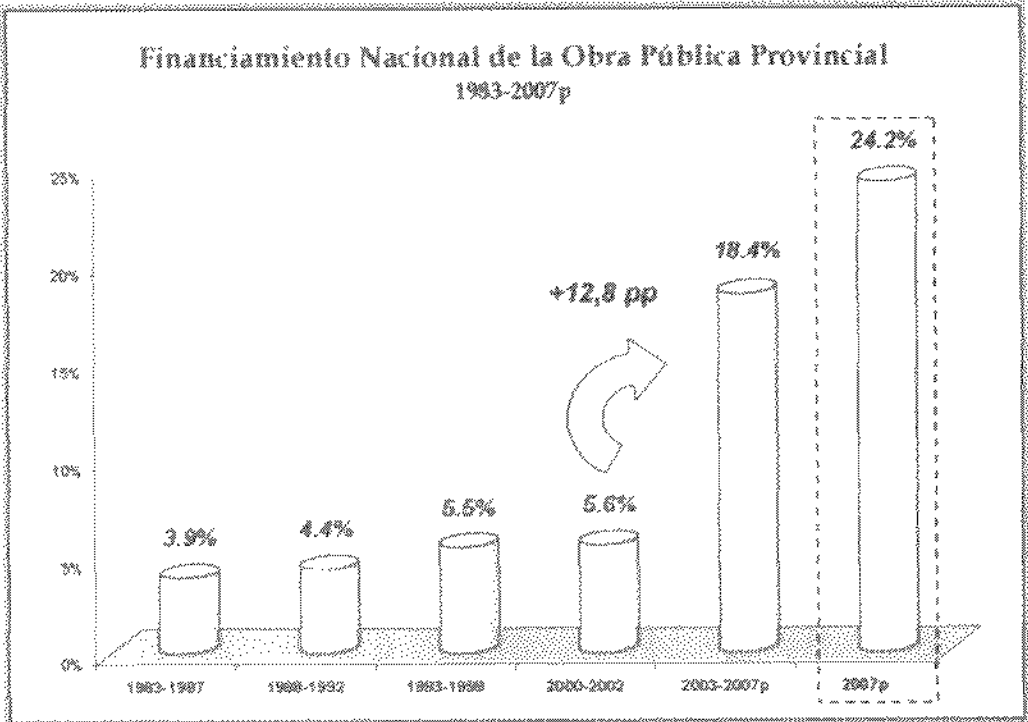
Por último, la región **Centro** presenta una participación media de 10,5% para todo el periodo, registrando un fuerte descenso durante el periodo 2000/02 (-2,7 pp), cuando la inversión en obra pública concentró sólo el 5,4% de las erogaciones primarias. Por su parte, al igual que todas las regiones restantes, alcanzó su máxima participación durante el quinquenio 1983/87 (17,1%). Para 2007, se prevé que esta participación ascienda a 13,4%.

3.4. El Financiamiento de la Obra Pública Provincial...

A diferencia de lo observado en periodos anteriores donde los estados subnacionales financiaban prácticamente la totalidad de las obras públicas, se empieza a advertir a partir de año 2003 un fuerte crecimiento en el componente nacional del financiamiento de la inversión provincial, manteniéndose una tendencia alcista hasta la actualidad.

En este sentido, se observa que durante el período 2003/2007p el Gobierno Nacional habría financiado cerca del 20% de las obras de infraestructura ejecutadas en la provincia, en tanto que el promedio para los periodos anteriores osciló entre el 4% y 6%.

Asimismo, se prevé que para 2007 la Nación financie cerca del 25% de las obras públicas provinciales, un porcentaje sólo superado en 2006 cuando el financiamiento nacional ascendió al 28,5% de la ejecución. De esta manera, el Gobierno Nacional transferiría a las provincias este año más de \$3.500 millones, un 16% superior a lo registrado un año atrás (+\$490 millones a/a).



Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a datos del MECON y Ministerios de Economía Provinciales

A nivel regional, no obstante, se observan fuertes variaciones en el financiamiento nacional a lo largo del periodo. En este sentido, la región Cuyo, que durante el periodo 1983/1987 era la zona más beneficiada por las transferencias nacionales (8,9% del total ejecutado) en la actualidad, si bien recibe una proporción superior (10,7%), es la región con menor financiamiento por parte de la Administración Central.

Por su parte, la región con mayor financiamiento nacional es la Pampeana, la cual recibiría transferencias equivalentes al 32,7% de sus obras de infraestructura durante 2007. Como se puede observar, si bien todas las regiones presentan fuertes incrementos durante el último periodo (exceptuando Cuyo), es en esta región donde el crecimiento es más pronunciado, pasando del 4,3% (2000/2002) al 21,6% (2003/2007p). La región Patagónica presenta una evolución similar, pasando del 6,6% al 19,8% para el mismo periodo (+13,2 pp).

REGIÓN	Financiamiento Nacional de la Obra Pública Provincial					
	1983-1987	1988-1992	1993-1999	2000-2002	2003-2007p	2007p
Centro	0.8%	1.8%	4.3%	3.0%	12.4%	21.6%
Cuyo	8.9%	6.6%	3.1%	0.1%	8.0%	10.7%
NEA	2.9%	1.5%	6.1%	8.0%	21.5%	23.6%
NOA	7.6%	14.3%	7.9%	10.3%	20.3%	23.7%
Pampeana	1.0%	0.4%	4.4%	4.3%	21.6%	32.7%
Patagónica	4.7%	1.2%	6.9%	6.6%	19.8%	24.9%

Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a datos del MECON y Ministerios de Economía Provinciales

Las regiones NOA y NEA presentarían un nivel de financiamiento similar durante 2007, cercano al 24%. La región NOA, a su vez, ha sido históricamente la región más beneficiada por el financiamiento nacional, con un promedio de 12,1% para todo el periodo bajo análisis, en tanto que la región NEA comienza a recibir una mayor proporción de financiamiento nacional a partir del periodo 2000/2002.

Por último, la región Centro ha sido la menos beneficiada por las transferencias nacionales, con un promedio global del 4,5%. No obstante, en sintonía con el resto de las regiones, el financiamiento nacional ascendió a 12,4% durante el periodo 2003/2007p, e incluso este porcentaje se ubicaría en torno al 21,6% para 2007.

A partir del fuerte y sostenido crecimiento que han observado las transferencias de capital del Gobierno Nacional desde 2003, es relevante analizar el efecto que tiene sobre la calidad del gasto provincial. Es decir, eliminando las transferencias discrecionales del Gobierno Nacional, es útil evaluar cuál es el gasto en obra pública que efectivamente afrontan las provincias con recursos propios (o endeudamiento) como proporción del gasto primario.

Calidad del Gasto Público Provincial

Promedios por Período

REGIÓN	Obra Pública Neta de Transferencias / Gasto Primario Total					Ratio Promedio
	1983-1987	1988-1992	1993-1999	2000-2002	2003-2007p	
Centro	16.9%	11.2%	2.7%	5.3%	8.9%	10.0%
Cuyo	22.3%	17.5%	11.5%	12.2%	11.3%	14.9%
NEA	24.5%	17.9%	10.6%	8.0%	15.1%	15.2%
NOA	20.4%	14.4%	10.2%	8.1%	11.5%	12.9%
Pampeana	12.4%	8.5%	7.5%	2.8%	4.5%	7.1%
Patagónica	36.2%	23.9%	14.3%	10.9%	13.9%	19.9%
Promedio	22.1%	15.6%	10.3%	7.9%	10.9%	13.3%

Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a datos del MECON y Ministerios de Economía Provinciales

Eliminando las transferencias discrecionales del Gobierno Nacional, se observa que la ejecución de obras públicas a cargo de las provincias durante el periodo post-devaluatorio es, en términos de erogaciones primarias, sólo 0,6 puntos porcentuales superior a lo ejecutado durante el periodo 1993/99. A su vez, el crecimiento en relación al periodo de la crisis es de sólo 3 pp, en tanto que computando las transferencias nacionales esa cifra asciende a 5,2 pp.

De lo anterior se deduce que en el último quinquenio, el gasto provincial en obra pública financiado únicamente por los tesoros provinciales, sea con recursos propios o a través de endeudamiento, no ha

variado prácticamente en relación al período de Convertibilidad, siendo entonces su incremento explicado exclusivamente por las mayores transferencias de capital desde la Nación.

3.5. La obra pública como variable de ajuste...

El progresivo avance de las erogaciones de personal en las cuentas provinciales, que durante 2007 representarían el 47,5% del gasto primario y el hecho de que el gasto salarial es más inflexible a la baja, convertirían a la inversión en obra pública en la variable de ajuste del modelo. En otras palabras, ante la necesidad de un ajuste fiscal (sin recurrir al endeudamiento o desahorro) lo más probable sería un recorte de las erogaciones destinadas a la infraestructura.

Contemplando el comportamiento histórico de los gobiernos provinciales, y proyectándose para el ejercicio 2007 un déficit financiero superior a los \$3.000 millones para el consolidado de provincias, sería previsible un fuerte ajuste a la baja de las erogaciones de capital. No obstante, **se distinguen 2 factores**, uno de ellos de carácter coyuntural y el otro con tendencia estructural, que evitarían una brusca caída en los niveles de inversión durante 2007, **postergando el ajuste como mínimo, para el ejercicio 2008:**

- Por un lado, el **escenario electoral** en 22 de las 24 jurisdicciones subnacionales¹⁴ influiría para que el gasto en obras públicas (especialmente aquellas de carácter social, como la construcción de viviendas) no se reduzca durante el presente ejercicio.

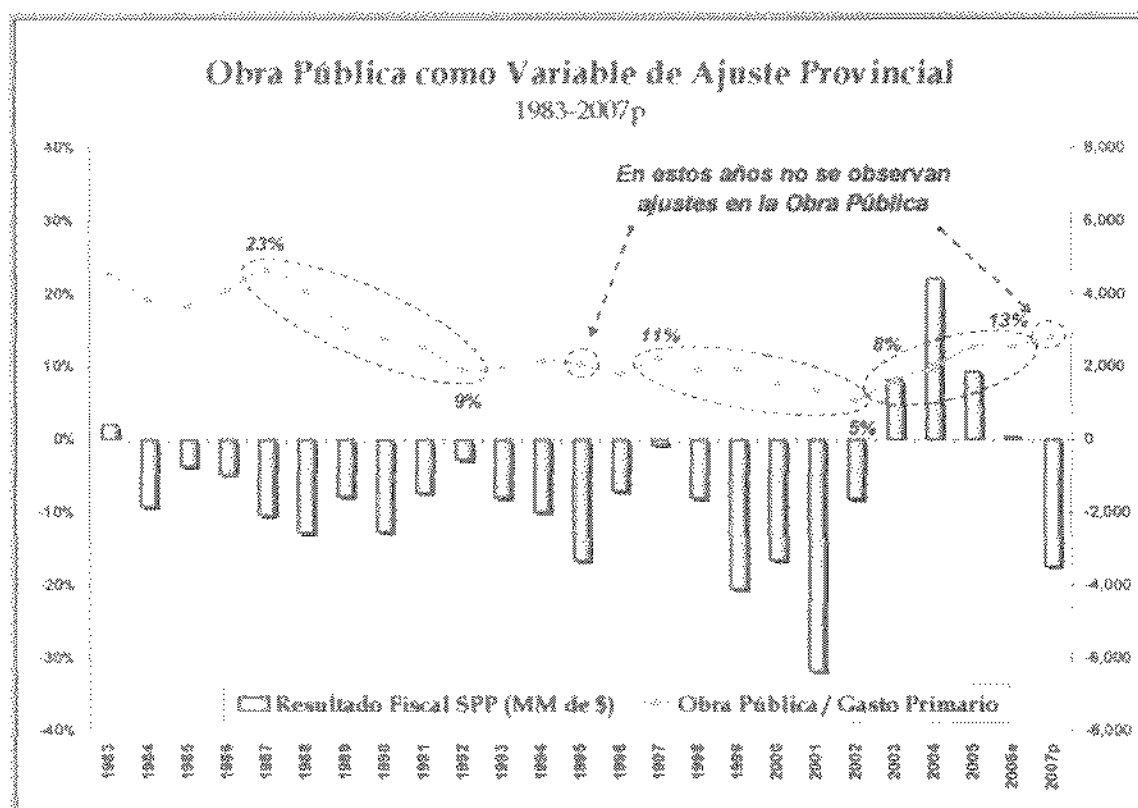
- Por otro parte, el **financiamiento nacional** de buena parte del gasto total en obras públicas que ejecutan las provincias, es el otro factor que demoraría (o evitaría) el ajuste de los niveles de inversión.

De esta manera, a diferencia de años anteriores, en 2007 **las provincias descartarían la utilización de la obra pública como variable de ajuste de las cuentas fiscales**. No obstante, dada la magnitud del déficit previsto para 2007, las administraciones subnacionales deberían encontrar fuentes alternativas de financiamiento, entre las cuales se destaca la emisión voluntaria de deuda, dadas las buenas condiciones del contexto nacional e internacional para hacerlo.

A continuación se observa cómo las provincias han ajustado, tanto al alza como a la baja, la ejecución de obras públicas en función de las necesidades o disponibilidades fiscales. De esta manera, durante el período 1986/1992 se observa un deterioro del resultado fiscal consolidado, ante lo cual el ratio obra pública/gasto primario pasó del 23% al 9% en dicho período (-14 pp), observando un descenso sostenido hasta que el resultado del Sector Público Provincial se acerca al equilibrio en 1992. Este comportamiento se repite para el período 1997-2002, pasando el ratio del 11% al 5% (-6 pp). Si bien esta caída fue sensiblemente inferior en términos porcentuales, se partió de niveles absolutos inferiores.

Por su parte, durante el período 2002/2006, en el cual la situación fiscal de las provincias se presentó mas holgada, se observó un crecimiento en la participación de la obra pública en el total de erogaciones primarias, pasando del 8% al 13% (+5 pp).

¹⁴ Corrientes y Santiago del Estero con las únicas provincias sin comicios electorales durante 2007.

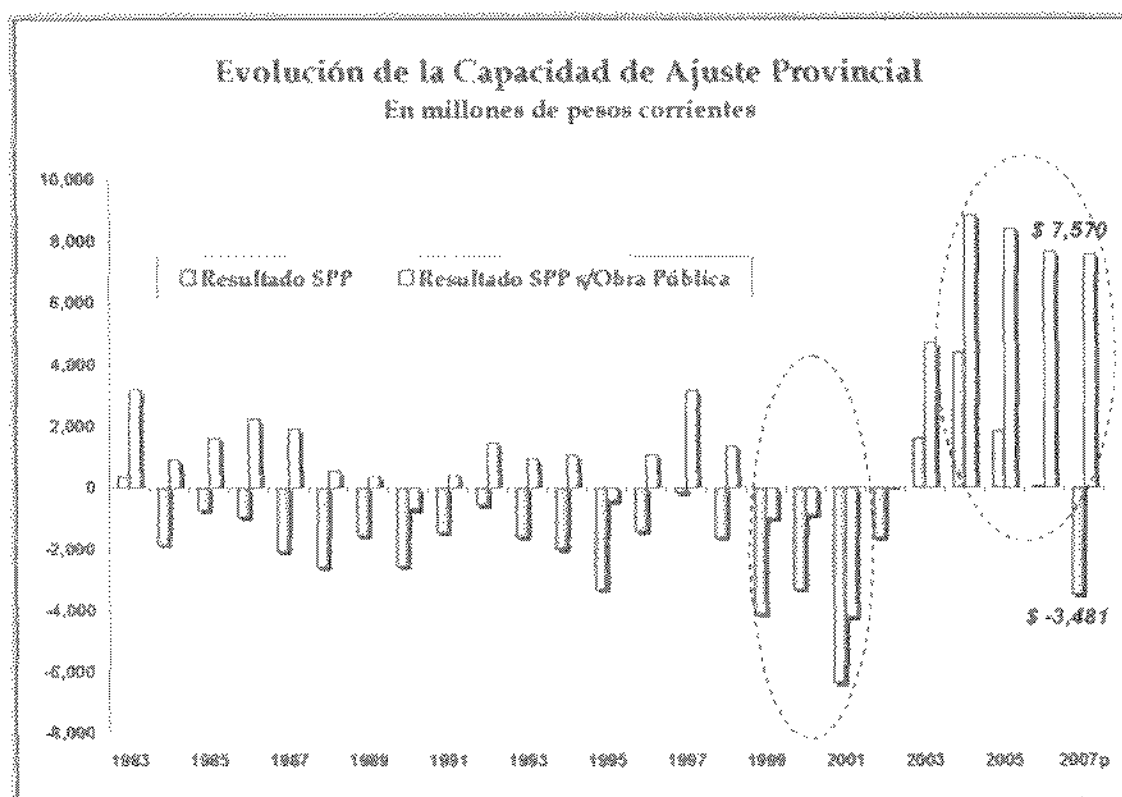


Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a datos del MECON y Ministerios de Economía Provinciales

No obstante, se observa que durante los ejercicios 1995 y 2007, ante situaciones de fuerte déficit, el ajuste en la ejecución de obras públicas como porcentaje del gasto primario no tiene lugar, lo cual parecería indicar que en estos casos la obra pública no funciona como factor de ajuste.

Una probable explicación al hecho de que las inversiones no cayeran durante esos periodos, esta dada por la celebración de elecciones presidenciales con posibilidad de reelección del presidente (y de la mayoría de gobernadores) en ejercicio. Teniendo en cuenta que, como ocurriera en el ejercicio 1995, el ajuste se postergó al año siguiente, es posible que la corrección necesaria en 2007 sea trasladada al 2008, ejercicio en el cual el gasto en obras públicas observaría probablemente un descenso. No obstante lo anterior y, como ya se mencionara previamente, el significativo financiamiento de la obra pública por parte del Gobierno Nacional es un factor adicional que explicaría la inflexibilidad a la baja de la inversión durante 2007 y que quizás también marque el rumbo que ésta tomará el año próximo.

A pesar de ello, los elevados niveles de inversión registrados a partir de 2003, serían suficientes, en caso de que las provincias volvieran a utilizar la obra pública como variable de ajuste, para que las provincias ajusten rápidamente sus cuentas. Según nuestras proyecciones, en el caso de una suspensión total de la inversión pública, el consolidado provincial presentaría un superávit financiero (incluyendo el pago de intereses de la deuda) de \$7.570 millones aproximadamente, contra un déficit de \$3.500 millones proyectado con un nivel de ejecución de \$14.572 millones.



Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a datos del MECON y Ministerios de Economía Provinciales

Obviamente, este resultado se alcanza sin tomar en cuenta las transferencias de capital del Gobierno Nacional, ya que carecerían de sustento en caso de suspenderse las obras.

Por otra parte, se advierte que durante el período 1999/2001 las provincias carecieron de esta facultad, ya que incluso de haberse suspendido la ejecución de la totalidad de las obras, el déficit consolidado habría alcanzado niveles elevados, especialmente en 2001, ejercicio en el que la inversión alcanza su punto mínimo.

3.6. Consideraciones Finales...

Se advierte que, a partir de 2003, la ejecución de obras públicas registró una fuerte recuperación en las jurisdicciones provinciales, en sintonía con la evolución observada a nivel nacional. De esta forma, los niveles de inversión previstos para 2007 se ubicarían en el máximo histórico de la serie, ascendiendo a más de \$14.500 millones, un 40% por encima de lo registrado en 2006.

Teniendo en cuenta las falencias estructurales existentes en la mayoría de las provincias, este crecimiento en la inversión en infraestructura básica parece ser un hecho a destacar, especialmente en lo que respecta a la inversión en áreas como salud, educación y vivienda.

No obstante, el deterioro observado en las finanzas provinciales limitaría la expansión de la inversión real directa para los próximos periodos. Las provincias destinarían menos recursos a la ejecución de obras públicas, en tanto que el componente de financiamiento nacional mantendría su tendencia creciente.

De ser así, los fondos nacionales permitirían mantener la senda de crecimiento de las obras provinciales (o al menos evitar una abrupta caída) y por ende, avanzar en la corrección de déficits habitacionales y de infraestructura en general, especialmente en aquellas jurisdicciones menos desarrolladas. De todas maneras, esta situación se

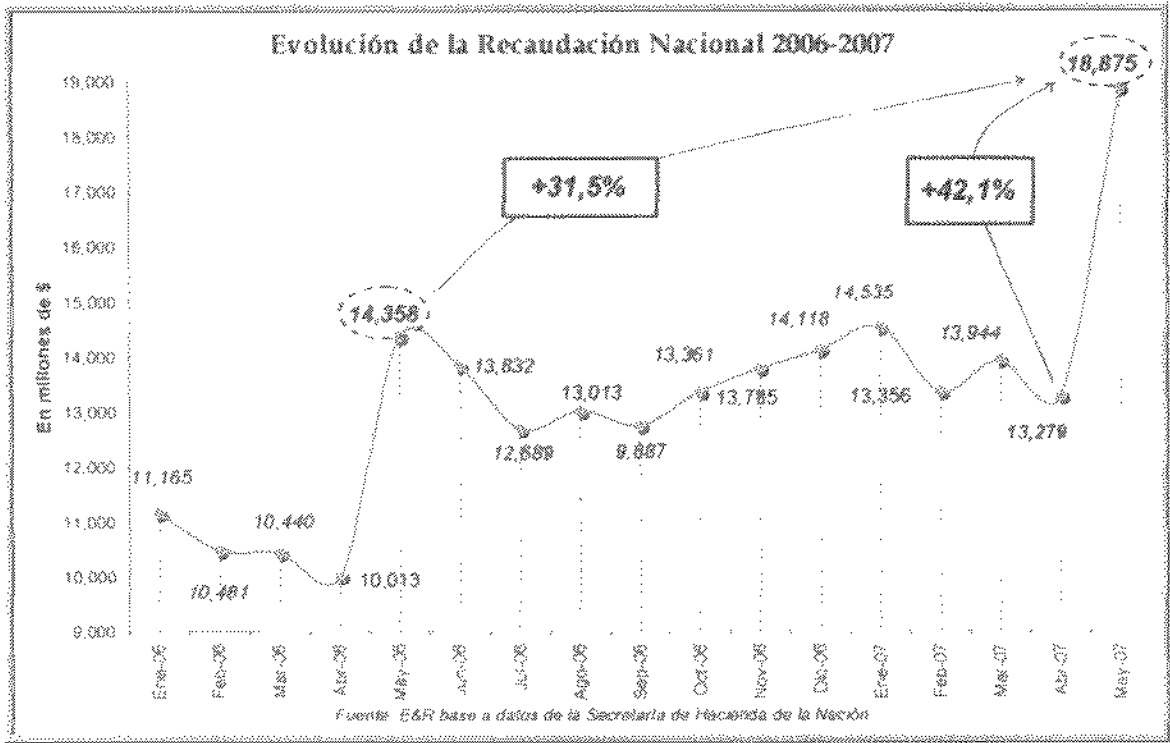
daría si y sólo si, el Estado Nacional cuenta con capacidad de financiamiento, lo que al menos en el corto plazo parece estar asegurado. Sin embargo, la caída tendencial en el superávit nacional (previsto en 3% del PIB para 2007, contra el 3,5% en 2006), coloca una luz amarilla hacia el futuro.

4. LA RECAUDACIÓN NACIONAL EN MAYO DE 2007

4.1. En pocas palabras...

Durante mayo '07, la recaudación tributaria registró un nuevo máximo histórico, superando el récord alcanzado en mayo '06. La cifra ingresada ascendió a \$18.875,3 millones, lo que representa un incremento del 31,5% (\$4.517,2 millones) con relación a lo recaudado en mayo de 2006, el tercer mayor incremento en lo que va del 2007. Asimismo, si la comparación se efectúa con el monto recaudado durante el mes anterior, se observa una suba de 42,1% (en valores absolutos, se recaudaron \$5.596 más).

De esta manera, la recaudación acumulada a mayo de 2007 asciende a \$73.990,2 millones, en tanto que la recaudación presupuestada totalizaba \$65.407,7, con lo cual el Gobierno Nacional ha obtenido \$8.582,5 millones adicionales.



- En la comparación interanual, la recaudación logró mantener su buena performance durante mayo (+31,5% respecto al mismo mes del año anterior), aunque se situó 1 punto porcentual (pp) por debajo del promedio de los últimos tres meses (32,5%). De esta manera, la recaudación continúa registrando un crecimiento más acelerado que la economía en su conjunto.
- Entre los factores que impulsaron la suba de la recaudación, debe mencionarse en primer lugar el sostenido crecimiento económico, que impulsó la recaudación de aquellos tributos ligados al nivel de actividad. Asimismo, la sostenida inflación contribuyó a que la recaudación crezca en términos nominales,

ya que el monto percibido por algunos gravámenes (como el IVA) está directamente asociado al nivel de precios. En este sentido, cabe recordar que en abril '07 el aumento interanual del índice de inflación se ubicó en 8,9% (el IVA ingresado en mayo corresponde a lo recaudado en abril). Adicionalmente, el **incremento nominal de los salarios y la mejora del empleo registrado** (que generan más ingresos a través de mayores aportes al sistema de seguridad social), constituyen elementos adicionales que explican el importante aumento de la recaudación durante el mes pasado. En cuanto a los tributos ligados al comercio exterior, se destacó un importante aumento en las retenciones a las exportaciones, debido al **incremento en el volumen y precio de las mismas**, mientras que el **mayor ingreso de importaciones** condujo a un aumento de la recaudación vía aumento del IVA-DGA (Dirección General de Aduanas) y derechos de importación. Por último, se sostiene la mejora en el cumplimiento de los contribuyentes, que permite incrementar la recaudación sin modificar los niveles de presión tributaria.

➤ De esta manera, la mayor recaudación del IVA, del Impuesto a las Ganancias, las retenciones a las exportaciones y las contribuciones patronales explicaron en conjunto el 74,2% del incremento recaudatorio.

A continuación, se evalúa la recaudación por tipo de impuesto durante mayo '07:

Recaudación del Mes de Mayo					
En millones de \$					
Concepto	Mayo		Variación		Contribución al crecimiento de la Recaudación
	2007	2006	en \$	en %	
1- IMPUESTOS	13,881.0	10,903.0	2,978.0	27.3%	65.9%
Ganancias	5,322.3	4,222.0	1,100.3	26.1%	24.4%
IVA	5,052.0	3,769.5	1,282.5	34.0%	28.4%
IVA DCI	3,163.3	2,328.4	834.9	35.9%	18.5%
IVA DGA	2,108.8	1,690.6	418.2	24.7%	9.3%
Devoluciones IVA (-)	220.1	249.5	-29.4	-11.8%	0.7%
Reintegros (-)	60.0	160.0	-100.0	-62.5%	2.2%
Internos coparticipados	351.3	310.4	40.9	13.2%	0.9%
Ganancia Mínima Presunta	176.6	96.1	80.5	83.8%	1.8%
Bienes personales	1,005.8	893.2	112.6	12.6%	2.5%
Créditos y Débitos en cta. cte.	1,280.3	1,015.1	265.2	26.1%	5.9%
Combustibles naftas	153.9	158.5	-4.6	-2.9%	-0.1%
Combustibles otros (1)	405.1	395.6	9.5	2.4%	0.2%
Monotributo Impositivo	87.4	71.9	15.5	21.5%	0.3%
2-SISTEMA DE SEG. SOCIAL	2,671.2	1,756.0	915.2	52.1%	20.3%
Contribuciones Patronales	1,837.3	1,381.9	455.4	33.0%	10.1%
Otros	834.0	374.2	459.8	122.9%	10.2%
3-COMERCIO EXTERIOR	2,323.1	1,699.0	624.0	36.7%	13.8%
Retenciones a las Exportaciones	1,790.9	1,275.3	515.6	40.4%	11.4%
Derechos de Importación y Otros	532.2	423.7	108.5	25.6%	2.4%
TOTAL REC. TRIBUTARIOS	18,875.3	14,358.0	4,517.2	31.5%	100.0%
Fuente: E&R en base a datos de la Secretaría de Hacienda de la Nación.					
(1) Incluye Tasa Gas-oil, Tasa de Infraestructura Hídrica y Recargo consumo de gas					

4.2. Recaudado por DGI

Por el Impuesto a las Ganancias ingresaron unos \$5.322,3 millones, marcando un incremento interanual del 26,1% (+\$1.100,3 millones). Asimismo, cabe destacar que este gravamen explicó un 24,4% del aumento total de la recaudación nacional durante el mes pasado.

El aumento interanual en dicho tributo obedece principalmente al ingreso del saldo de declaraciones juradas correspondientes a las sociedades con cierre de ejercicio diciembre y a las personas físicas con participación en dichas empresas. Incidió además la mejora de la actividad económica, que determina mayores ingresos por las retenciones a cuenta del impuesto. En sentido contrario operó el diferimiento del vencimiento a mayo de 2006 del saldo de declaración jurada de personas físicas sin participación en sociedades con cierre diciembre, cuyo vencimiento en este año se produjo en abril.

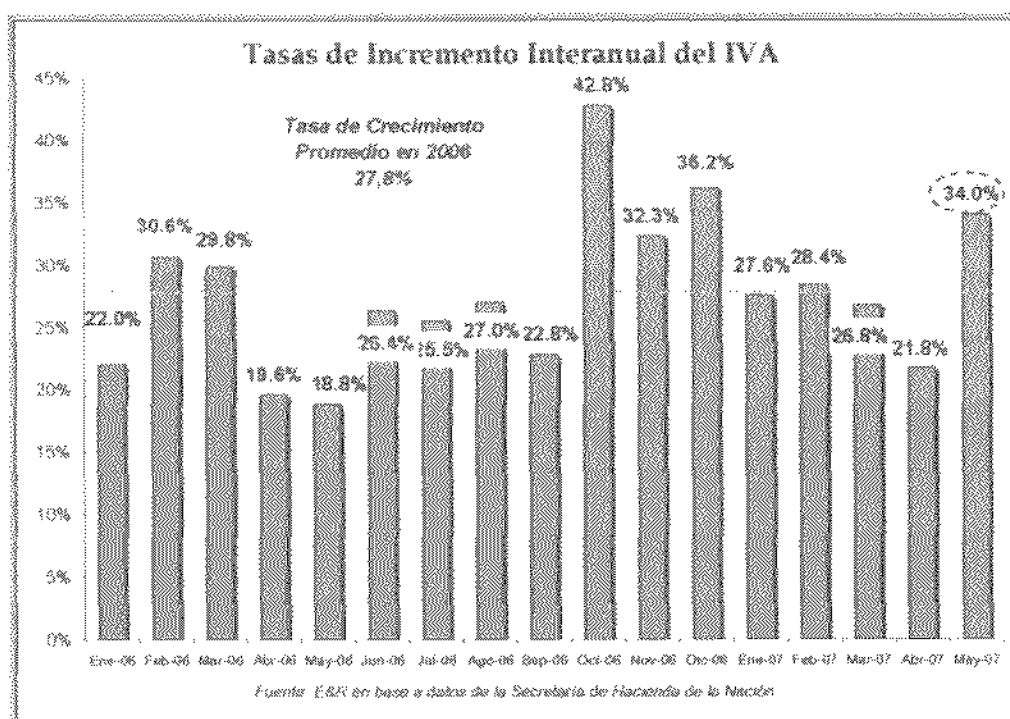
Con relación al Impuesto al Valor Agregado (neto de devoluciones), durante el mes pasado ingresaron unos \$5.052 millones, un 34% más que en el mismo mes del 2006 (+\$1.282,5 millones), alcanzando su récord histórico. De esta manera, el IVA explicó cerca de un tercio (28,4%) del incremento total de la recaudación durante mayo '07.

La recaudación del IVA-DGI (\$ 3.163,3 millones) experimentó una suba del 35,9%, producto de una mejora en el consumo interno (de acuerdo a CAME¹⁵, las ventas minoristas crecieron un 7,9% entre mayo '07 y mayo '06) y por la inflación interanual del 8,9% registrada en el mes de abril '07 (el efecto inflacionario incide en forma directa sobre la base imponible del impuesto). Asimismo, se destaca una mejora en el cumplimiento de los contribuyentes.

Cabe destacar que el aumento en el consumo (e indirectamente, en la recaudación de IVA) es consecuencia de las mejoras en el poder adquisitivo de los sectores medios y bajos y de una mayor disponibilidad de créditos para consumo.

Por otro lado, por IVA-DGA se recaudaron unos \$2.108,8 millones, lo que significa un incremento del 24,7% con relación a lo ingresado durante igual período del año pasado. El continuo aumento de las importaciones (dada la mejora en el nivel de ingreso de la economía) incidió en este incremento. Otro factor que incidió positivamente en la recaudación fue la caída en las devoluciones de IVA, que se redujeron un 11,8% en relación a mayo '06 (-\$29,4 millones). Dado el buen ritmo en su crecimiento, en el gráfico se observa que el incremento interanual del IVA se ubicó 12,2 pp por encima del registrado un mes atrás, transformándose en el mayor aumento en lo que va de 2007.

¹⁵ Confederación Argentina de la Mediana Empresa.



Con respecto al **Impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios**, durante el mes de mayo se recaudaron unos **\$1.280,3 millones**, lo que significa un **incremento interanual del 26,1% (+\$265,2 millones)**. De esta manera, al igual que en el caso del IVA, la recaudación de este impuesto alcanzó su **máximo histórico**, superando el nivel alcanzado en diciembre '06 (\$1.203,5 millones). El fuerte incremento es consecuencia del aumento en las transacciones bancarias gravadas, acompañando el crecimiento de la actividad económica.

Por el **Impuesto a los Bienes Personales** se recaudó un récord de **\$1.005,8 millones**, logrando un incremento interanual de **12,6%** respecto de mayo de 2006 (**+\$112,6 millones**). Esto fue resultado de los vencimientos del pago de este impuesto operados en el mes de mayo, además del saldo de declaración jurada de las personas físicas, a Acciones y Participaciones Societarias. Incidió negativamente en la comparación interanual el diferimiento a mayo de 2006, del vencimiento del saldo de declaración jurada de personas físicas sin participación en sociedades con cierre diciembre, que durante el 2007 su vencimiento se produjo en abril.

4.3. Sistema de Seguridad Social

Los **aportes al sistema de seguridad social** se incrementaron durante el mes de mayo '07 un **52,1%** respecto al mismo mes de 2006, ingresando a las arcas fiscales **\$2.671,2 millones**. Este incremento lo convierte en el tributo con mayor crecimiento durante mayo '07, lo cual permitió mantener una excelente performance, explicando el **20,3%** del incremento en el total recaudado.

En este sentido, cabe destacar que las **contribuciones patronales** alcanzaron los **\$1.837,3 millones**, lo que representa un **33%** más que en mayo '06 y explica el **10,1%** de la suba recaudatoria. Por su parte, los **aportes personales** de los trabajadores registraron un incremento interanual de **33,7%**, ascendiendo a **\$1.107 millones**.

El importante incremento observado en estos conceptos refleja el **aumento del empleo registrado** y el **incremento de la remuneración imponible** (producto de la recomposición salarial en diversos sectores de la economía, incluido el sector público) y una **mayor acreditación de regímenes de facilidades de pago** por la implementación de nuevos regímenes, entre los que se destaca la denominada "moratoria previsional", a través

de la cual se han logrado jubilar más de 1.200.000 personas que no completaban los años exigidos por ley para hacerlo.

Por otra parte, se prevé un crecimiento aún mayor en los recursos del sistema de seguridad social para los próximos periodos, producto de la reciente reforma del sistema previsional, a partir de la cual se habilita el traspaso de los aportantes de las AFPJ al sistema estatal de reparto.

4.4. Comercio Exterior

Los impuestos que gravan al comercio exterior generaron \$2.323,1 millones durante mayo de 2007, marcando un incremento interanual del 36,7% (+\$624 millones), reflejando el aumento en los volúmenes comerciados con el exterior.

Por las retenciones a las exportaciones se recaudaron \$1.790,9 millones (tope histórico), un 40,4% más que en mayo '06 (+\$515,6 millones), evidenciando el aumento en las cantidades vendidas al exterior (principalmente cereales, aceites y grasas). Este tributo explicó el 11,4% del incremento en la recaudación.

Por su parte, los derechos de importación totalizaron \$520,2 millones (+25,8%), en correspondencia con el contexto de crecimiento económico, que aumenta la demanda de insumos y bienes finales importados.

4.5. Impuestos Distorsivos

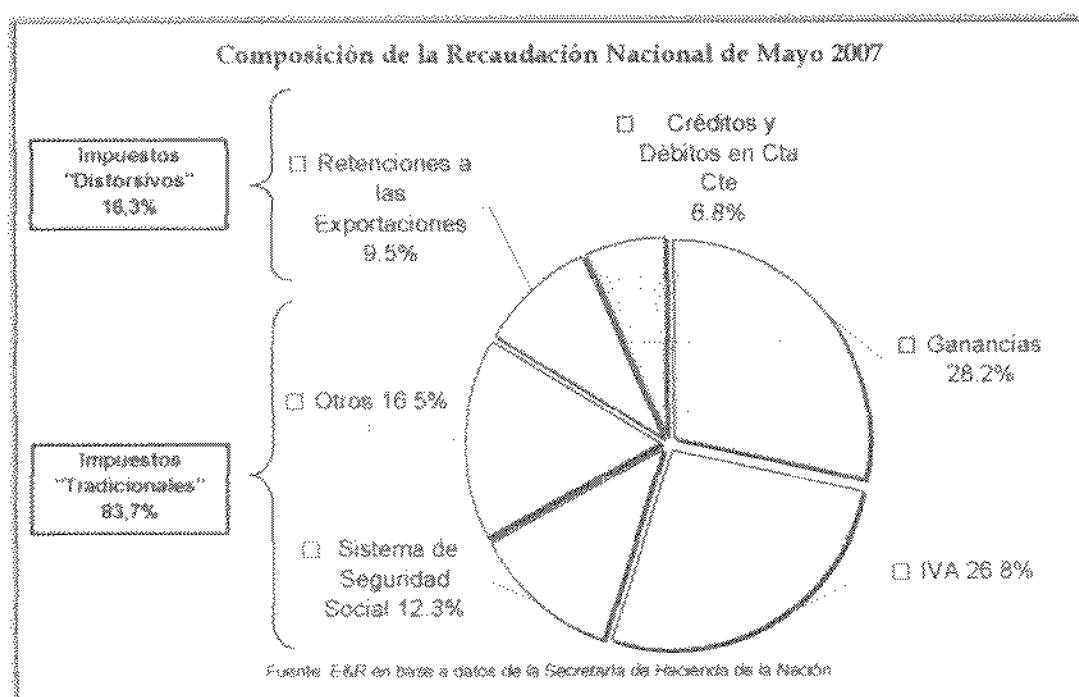
A pesar del favorable comportamiento evidenciado por la recaudación nacional a lo largo de 2007, ésta sigue presentando una elevada dependencia respecto a los denominados "impuestos distorsivos" (retenciones a las exportaciones y el impuesto a los créditos y débitos en cuenta corriente). Asimismo, durante mayo de 2007, se registró un leve aumento de la participación relativa de los impuestos distorsivos en el total de recursos tributarios, dado que representaron el 16,3% del total, frente al 16% exhibido en igual mes de 2006. Esto se debió en forma exclusiva a la fuerte suba de la participación de las retenciones a las exportaciones sobre el total recaudado (del 8,9% al 9,5%), dado que el impuesto al cheque redujo levemente su participación (del 7,1% al 6,8%).

Cabe destacar que el monto recaudado por ambos tributos (\$3.071,2 millones) representaría cerca del 60% del superávit primario del Gobierno Nacional correspondiente al mes de mayo '07, que estaría en torno a los \$5.500 millones. Consecuentemente, estos gravámenes resultan ser esenciales a la hora de explicar el resultado fiscal del Gobierno Nacional, con lo cual resulta poco probable una reforma orientada a su eliminación total o parcial, al menos en el corto plazo.

Participación de los Impuestos "Distorsivos" en la Recaudación Nacional

Concepto	Mayo		Peso en el Total de Rec. Trib. (en %)	
	2007	2006	2007	2006
Impuestos "tradicionales"	15,804.1	12,067.6	83.7%	84.0%
Ganancias	5,322.3	4,222.0	28.2%	29.4%
IVA	5,052.0	3,769.5	26.8%	26.3%
Sistema de Seguridad Social	2,323.1	1,756.0	12.3%	12.2%
Otros	3,106.7	2,320.1	16.5%	16.2%
Impuestos "distorsivos"	3,071.2	2,290.4	16.3%	16.0%
Retenciones a las Exportaciones	1,790.9	1,275.3	9.5%	8.9%
Créditos y Débitos en cta de	1,280.3	1,015.1	6.8%	7.1%
TOTAL REC. TRIBUTARIOS	18,875.3	14,358.0	100%	100%
REC. TRIB. y Impuestos "distorsivos"	15,804.1	12,067.6		

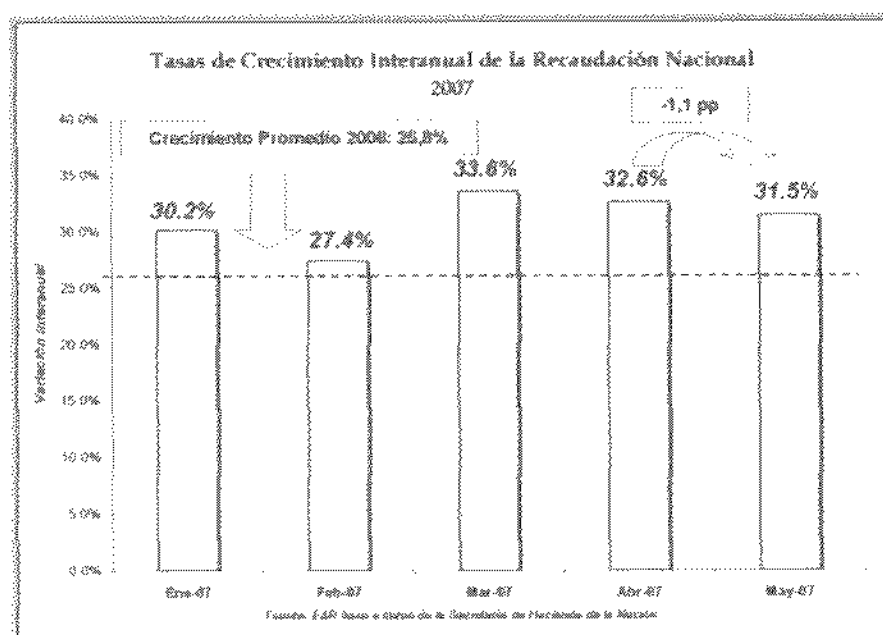
Fuente: E&R en base a datos del Ministerio de Economía y Producción de la Nación.



4.6. Consideraciones Finales...

En síntesis, si bien se logró una excelente performance en la recaudación de impuestos nacionales, lo cual permitió obtener un nivel récord de ingresos (cerca de los \$19.000 millones), se sigue manteniendo una elevada dependencia de los impuestos distorsivos, lo que genera dudas acerca de la sustentabilidad de la política tributaria en el futuro.

En la comparación interanual, la recaudación registrada en mayo se ubicó 1,1 punto porcentual por debajo del incremento registrado en el mes de abril '07, no obstante, al igual que los cuatro meses anteriores, fue superior al promedio registrado en 2006.



Asimismo, esta buena performance de la recaudación permite al Gobierno Nacional sostener las elevadas tasas de crecimiento del gasto registradas durante los primeros cinco meses del año. En este sentido, se proyecta que el superávit primario de Nación para 2007 se ubique entre 3% y 3,5% del PBI, manteniendo la baja dependencia de los mercados internacionales de capital para afrontar los vencimientos de deuda.

5. TRANSFERENCIAS AUTOMÁTICAS A PROVINCIAS DURANTE MAYO DE 2007

En mayo de 2007, las transferencias automáticas de recursos nacionales a provincias, sin FEDEI ni FONAVI, ascendieron a \$5.662,8 MM. Esta cifra constituye un incremento del 29% (\$1.273,7 MM) respecto a igual período de 2006. Respecto a mayo de 2005, las transferencias alcanzan un incremento de 49,3% (\$1.870,8 millones).

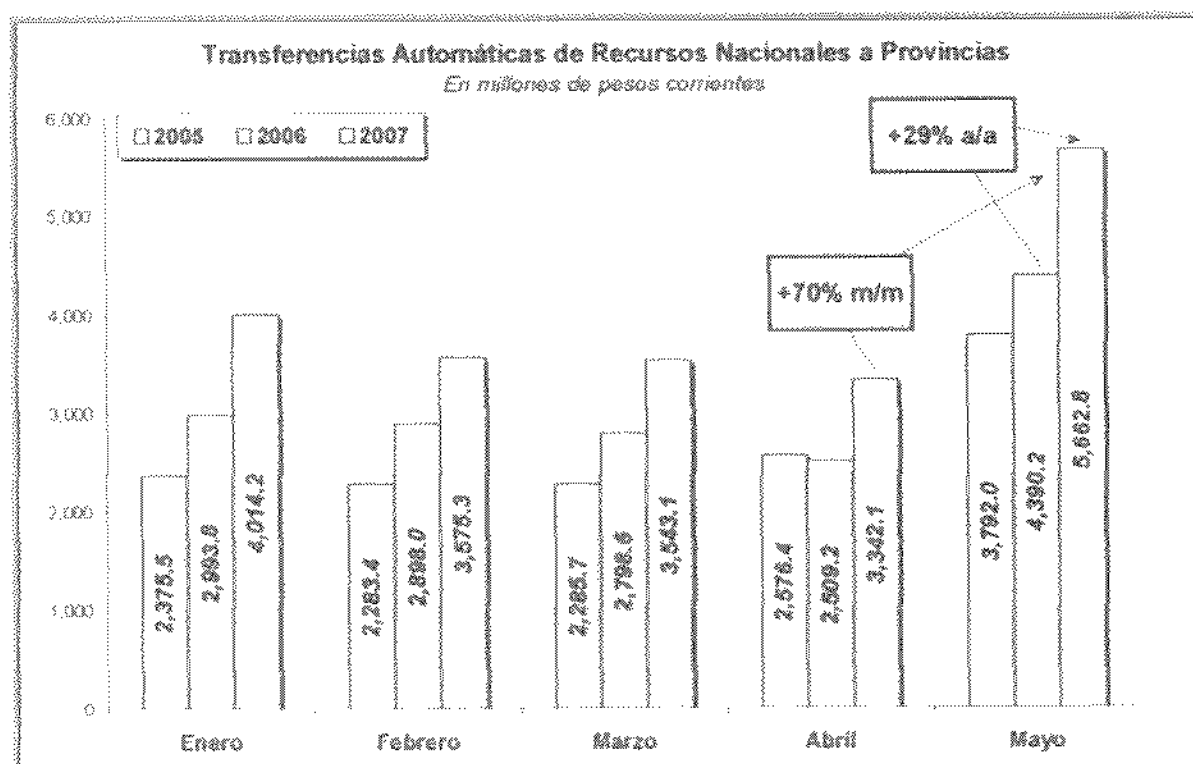
Periodo	En millones de pesos			Variación m/m		Variación a/a			
	Total Distribuido			2007		2007/2006		2007/2005	
	2007	2006	2005	En \$	En %	En \$	En %	En \$	En %
Enero	4,014.2	2,993.8	2,576.5	268.5	8.9%	1,028.5	34.1%	1,638.7	69.0%
Febrero	3,575.3	2,896.0	2,283.4	-436.8	-10.9%	677.3	23.4%	1,291.9	56.6%
Marzo	3,543.1	2,798.6	2,266.7	-32.2	-0.9%	744.5	26.8%	1,267.4	65.0%
Abril	3,342.1	2,609.2	2,576.4	-200.9	-5.7%	832.8	33.2%	765.6	29.7%
Mayo	5,662.8	4,389.1	3,792.0	2,328.7	68.4%	1,273.7	29.0%	1,870.8	49.3%
Acumulado	20,137.5	15,588.7	13,312.9			4,548.9	29.2%	6,824.6	51.3%

Fuente: E&R en base a datos del Ministerio de Economía de la Nación

Nota: No incluye transferencias de FONAVI, Régimen de Energía Eléctrica ni FEDEI-combustibles.

Por otra parte, si se contrasta el monto transferido en mayo '07 con el monto transferido en abril '07, se observa que las transferencias se incrementaron casi un 70% (+\$2.320,7 millones). No obstante, hay que destacar que en el último mes se contabilizaron 3 días hábiles menos en relación a abril.

A continuación se expone una comparación de los montos transferidos en los primeros cinco meses del año correspondientes al período 2005/07.



Fuente: ELABORACIÓN PROPIA en base a datos del Ministerio de Economía de la Nación

- En el mes de mayo '07 se sostuvo el buen ritmo en las transferencias a provincias (+29% a/a), aunque se registró una leve desaceleración en la tasa de crecimiento interanual en relación al mes anterior. De esta manera, fue la tercera más baja del año, situándose 4,2 puntos porcentuales por debajo de la registrada un mes atrás y 0,6 pp por debajo de la tasa promedio de los últimos tres meses (29,6%), en tanto que fue 13,2 pp superior al registro de mayo '06 (15,8%). En términos absolutos, el volumen total de recursos transferidos durante mayo (\$5.662,8 millones) fue el más alto en lo que va del año.
- Asimismo, durante los primeros cinco meses de 2007, las transferencias automáticas a provincias promediaron los **\$4.027 millones mensuales**, un 29% más que en el mismo período de 2006 (\$3.118 millones) y un 51% mayor que en los primeros cinco meses del año 2005 (\$2.663 millones), hecho que se corresponde con el significativo incremento de la recaudación nacional en este período. En efecto, el IVA mostró un crecimiento interanual en su recaudación del orden del 34% (el 89% de lo recaudado por este gravamen se destina a la masa bruta coparticipable), mientras que los ingresos del Impuesto a las Ganancias (del cual se destina un 64% a la masa bruta coparticipable), crecieron 26,1%. Ambos tributos se encuentran estrechamente ligados al nivel de actividad económica y al incremento en el nivel general de precios, razón por la cual evidenciaron los aumentos mencionados.

5.1. Evolución por región y por provincia...

Distribución de las Transferencias Automáticas de Recursos de Origen Nacional por Región Mayo 2007 En miles de \$

Región	May-07	Participación	May-06	Participación	Variación Anual	
					Absoluta	Porcentual
<i>Pampeana</i>	1,321,708	23,3% ↑	1,110,225	25,3%	211,484	(- 19%)
<i>Centro</i>	1,250,457	22,2% ↑	955,189	21,8%	304,268	32%
<i>NOA</i>	1,113,830	19,7% ↑	837,048	19,1%	276,782	(- 33%)
<i>NEA</i>	884,777	15,3% ↑	850,258	14,8%	214,521	33%
<i>Patagónica</i>	573,940	10,1% ↑	437,413	10,0%	136,528	31%
<i>Cuyo</i>	529,074	9,3% ↑	399,021	9,1%	130,053	33%
TOTAL	5,692,787	100%	4,389,132	100,0%	1,273,655	(- 29%)

Región Centro: Córdoba, Entre Ríos y Santa Fe.

Región Cuyo: San Luis, San Juan y Mendoza.

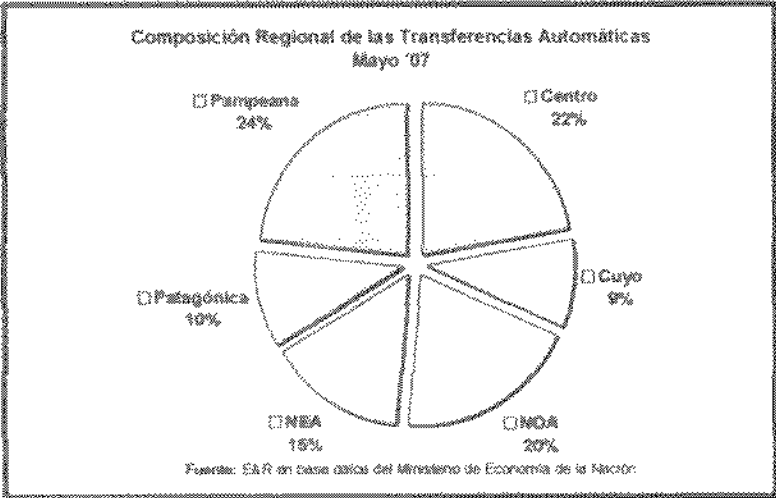
Región NOA: Catamarca, Jujuy, La Rioja, Salta, Sgo. del Estero y Tucumán.

Región NEA: Chaco, Corrientes, Formosa y Misiones.

Región Patagónica: La Pampa, Río Negro, Neuquén, Chubut, Santa Cruz y Tierra del Fuego.

Región Pampeana: Buenos Aires y Ciudad de Buenos Aires.

Fuente: ELABORACIÓN PROPIA en base a datos del Ministerio de Economía de la Nación



- Comparando mayo '07 con mayo '06, se observa que todas las regiones han registrado variaciones en su participación porcentual en los fondos distribuidos. La región **Pampeana** ha sido la única que observó una caída en su participación relativa (-2 pp), en tanto que el resto de las regiones vieron incrementada su contribución porcentual.
- La región con mayor incremento fue **NOA** (+0,6 pp), seguida por **Centro** y **NEA** (ambas +0,5 pp) y **Cuyo** (+0,3 pp). Por su parte, la región **Patagónica** registró el menor aumento interanual (+0,2 pp).
- Por otra parte, pese a la caída registrada en su contribución relativa, la Región **Pampeana** siguió siendo la región con mayor participación, concentrando el 23,3% de las transferencias, seguida por la Región **Centro** (22,2%), la Región **NOA** (19,7%), y el **NEA** (15,3%).
- En tanto, las Regiones **Patagónica** y **Cuyo** son las que menos recursos concentraron, recibiendo el 10,1% y 9,3% del total, respectivamente.
- En cuanto a las **variaciones interanuales**, las regiones recibieron en promedio un 29% más de transferencias en comparación al mismo mes de 2006.
- Todas las regiones registraron incrementos interanuales superiores a la media, excepto la región **Pampeana**, que obtuvo el menor aumento a nivel regional (19%). Por su parte, los mayores incrementos se registraron en las regiones **Centro**, **NOA** y **Cuyo** (33%), seguidas por las regiones **Centro** (32%) y **Patagónica** (31%).

A continuación se presentan los montos percibidos por cada jurisdicción en el mes bajo análisis y su comparativo con el mes de mayo de 2006.

Transferencias Automáticas de Recursos de Origen Nacional
Mayo 2007
(En miles de \$)

PROVINCIAS	May-07	May-06	Variación Anual	
			Absoluta	Porcentual
BUENOS AIRES	1,223,059	1,035,545	187,514	18%
CATAMARCA	145,411	108,591	36,820	34%
CORDOBA	490,376	371,193	119,183	32%
CORRIENTES	209,182	157,103	52,079	33%
CHACO	273,249	205,344	67,905	33%
CHUBUT	89,173	68,602	20,572	30%
ENTRE RIOS	268,537	203,185	65,352	32%
FORMOSA	196,044	147,132	48,912	33%
JUJUY	156,233	117,982	38,251	32%
LA PAMPA	101,030	76,814	24,216	32%
LA RIOJA	110,638	83,646	26,992	32%
MENDOZA	228,723	172,782	55,940	32%
MISIONES	186,302	140,677	45,625	32%
NEUQUEN	96,142	73,822	23,120	32%
RIO NEGRO	135,120	102,531	32,589	32%
SALTA	215,483	161,310	54,153	34%
SAN JUAN	179,327	134,851	44,476	33%
SAN LUIS	121,024	91,388	29,637	32%
SANTA CRUZ	85,543	65,315	20,228	31%
SANTA FE	500,545	380,792	119,753	31%
SGO. DEL ESTERO	224,632	168,853	55,779	33%
TUCUMAN	261,453	196,665	64,787	33%
TIERRA DEL FGO.	66,931	51,127	15,804	31%
SUB-TOTAL	5,664,138	4,314,482	1,249,656	29%
GCBA	98,649	74,679	23,970	32%
TOTAL	5,662,787	4,389,132	1,273,656	29%

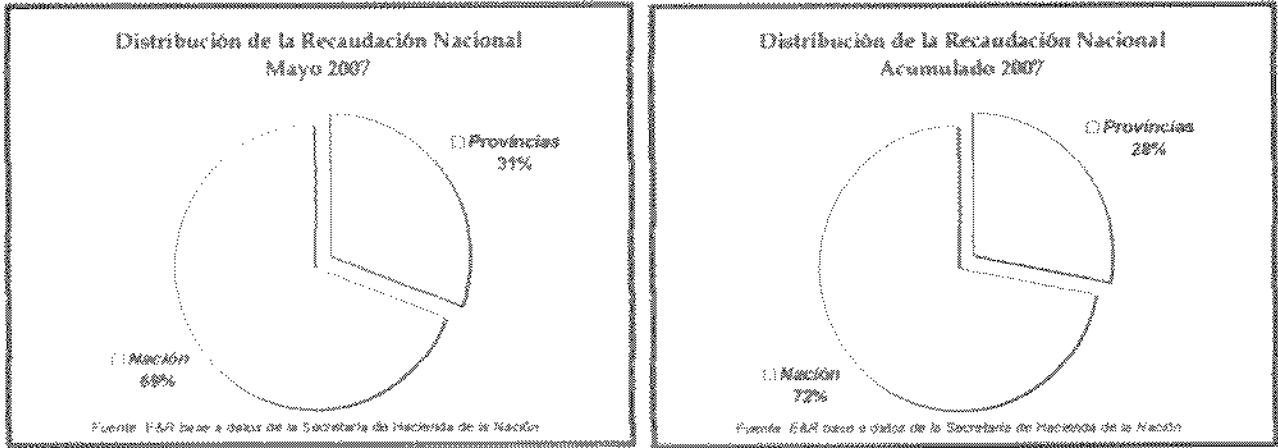
Nota: No se incluyen las transferencias de FONAVI, Régimen de Energía Eléctrica ni FEDEL-combustibles.

Fuente: ELABORACIÓN PROPIA en base a datos del Ministerio de Economía y Producción de la Nación.

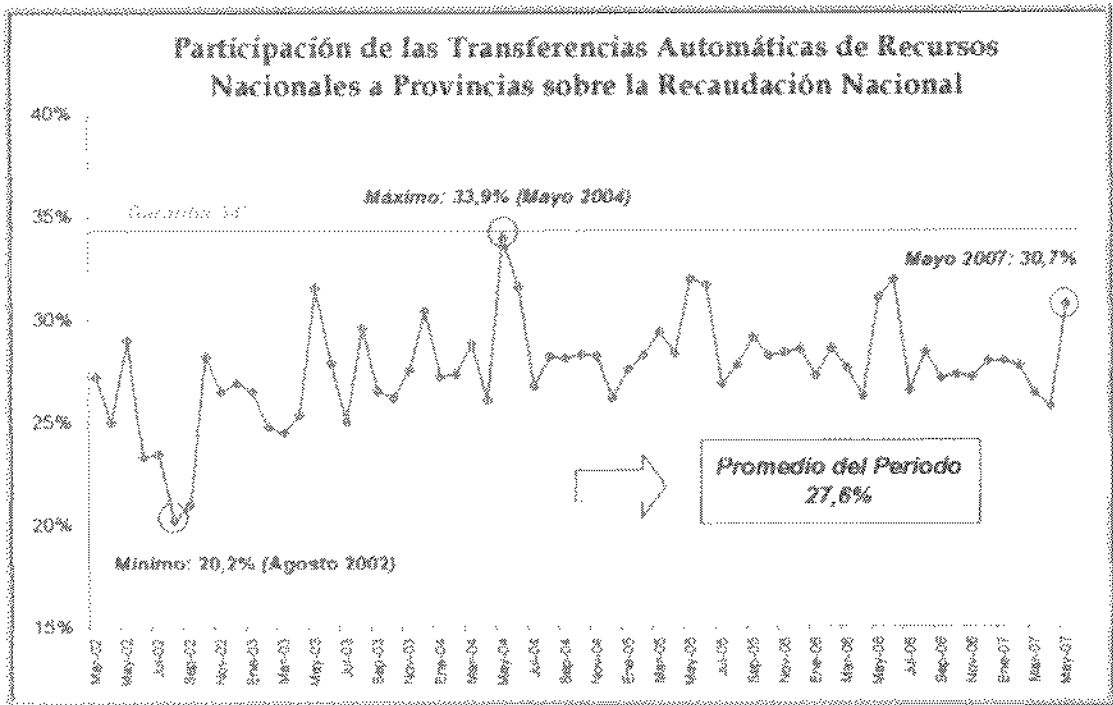
- Durante mayo '07, todas las jurisdicciones recibieron entre un 18% y un 34% más de recursos que en igual periodo de 2006, lo que refleja una alta dispersión en los aumentos recibidos por las provincias. No obstante, sin considerar a la provincia de Buenos Aires, se observa que el rango de variación se reduce a 4 puntos porcentuales (30%-34%).
- La mayor variación interanual se registró en **Catamarca y Salta (34%)**, en tanto que la provincia menos beneficiada fue **Buenos Aires (18%)**.
- Como se informó en el reporte anterior, el hecho que la **provincia de Buenos Aires** haya registrado la menor variación a nivel interprovincial refleja las menores transferencias recibidas a cuenta del Impuesto a las Ganancias, ya que la provincia **completó el cupo de \$650 millones anuales** que recibe en concepto de dicho tributo, destinadas al Fondo del Conurbano.
- Producto de esta situación, el incremento global en las transferencias a **Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe** concentró sólo el 33% del incremento total, situándose en torno al 40% para meses anteriores.
- El resto de las jurisdicciones presentaron incrementos en el rango del 30% al 33%.

5.2. Distribución de los Recursos Nacionales a Mayo y Acumulado del 2007

Si se compara la recaudación nacional y las transferencias automáticas por coparticipación a las provincias (Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos Ley N° 23.548 y modificatorias y complementarias) durante el mes de mayo de 2007, se observa que las provincias recibieron 31% de la recaudación total del Gobierno Nacional por impuestos, aduanas y seguridad social, y en lo que va del 2007 el 28%.



Desde marzo de 2002 (cuando se eliminaron las sumas fijas establecidas entre 1999 y 2001 y se volvió al esquema de la Ley N°23.548), y hasta el mes de mayo de 2007, las transferencias automáticas a las provincias estuvieron invariablemente por debajo del 34% de lo recaudado por la Nación, es decir que durante el periodo de post convertibilidad no se ha dado cumplimiento a la garantía establecida en el artículo 7° de la Ley N° 23.548, modificatorias y complementarias.



Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a datos de la Secretaría de Hacienda de la Nación

Como promedio mensual del período (63 meses), las transferencias automáticas a provincias alcanzaron a \$2.484 millones por mes y la recaudación nacional a \$8.855 millones, en tanto que la participación promedio mensual asciende al 27,6%.

Esto último implica que desde marzo de 2002 y hasta el mes de mayo 2007 las provincias resignaron a favor de la Nación la suma de \$33.178 millones, equivalente a una pérdida promedio mensual de \$526,6 millones en concepto de transferencias automáticas de recursos coparticipables.

6. PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS EN LAS PROVINCIAS AL PRIMER TRIMESTRE DE 2007

6.1. La distribución regional de los préstamos y depósitos del sistema financiero argentino...

El crecimiento económico y la política financiera implementada por el BCRA continúa favoreciendo la actividad del sistema financiero argentino, lo que se ve reflejado en un aumento de los créditos y de los depósitos a plazo, fundamentalmente del sector privado y, una reducción de la exposición de las entidades financieras al sector público.

Al primer trimestre de 2007, los préstamos del sistema financiero argentino destinados al Sector Privado y Público No Financiero en moneda nacional, alcanzaron aproximadamente los \$80.354 millones. Esta cifra representa un incremento del 25,6% con relación al mismo período del año anterior, aunque en términos reales, la variación interanual fue del 14,8%¹⁶.

Los depósitos, que también abarcan aquellos efectuados por el Sector Privado y Público No Financiero en moneda nacional, sumaron aproximadamente \$161.798 millones. Este monto representa un incremento del 26,1% en términos nominales, aunque en términos reales, la suba alcanzó al 15,2%.

¹⁶ Se emplea la variación del Índice de Precios al Consumidor para filtrar el efecto del aumento nominal de precios en la economía.

Si se examina la distribución provincial de los préstamos y depósitos del sistema financiero argentino, se observa que la **Capital Federal** concentra un 56,4% del total de créditos y un 53,5% del total de depósitos. La alta participación de esta jurisdicción en el sistema bancario debe atribuirse, entre otros motivos, a que el Gobierno Nacional se encuentra radicado geográficamente en esta jurisdicción y, es quien **capta aproximadamente el 90% del crédito destinado al Sector Público No Financiero (\$12.486 millones)**. Si bien este hecho distorsiona la comparación de la Capital Federal con el resto de las jurisdicciones del país, cuando se analizan exclusivamente los créditos y depósitos del Sector Privado (es decir, excluyendo la participación del Sector Público), se aprecia una vez más que la **Capital Federal** presenta la mayor participación relativa a nivel subnacional en el total de préstamos y depósitos. Ello se debe a que, en la Ciudad de Buenos Aires la actividad bancaria y financiera posee una importancia muy significativa, claramente superior a la que presenta ese rubro en el resto del país.

Distribución Provincial de los Depósitos y Préstamos
Incluye al Sector Privado y Público no Financiero

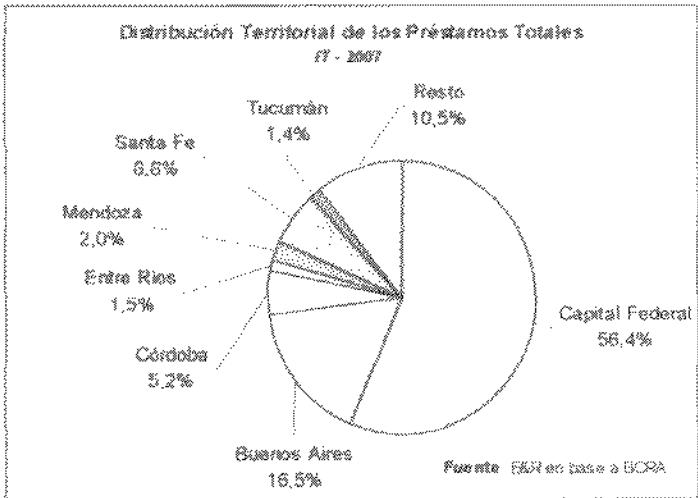
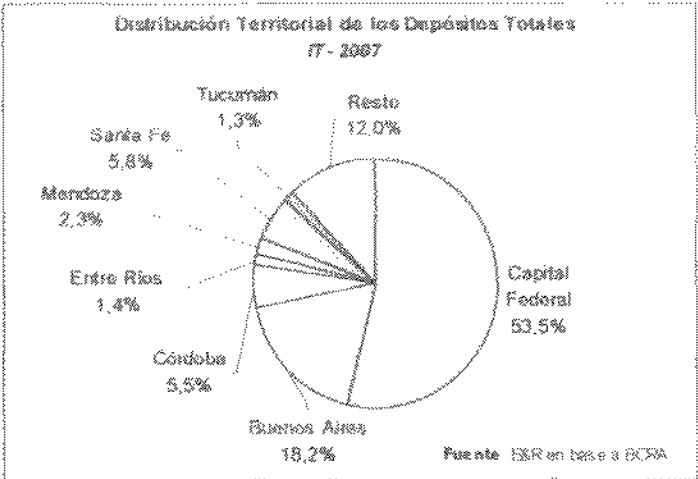
	Depósitos en MM de \$	Préstamos en MM de \$
Capital Federal	86.622	45.300
Buenos Aires	29.411	13.297
Gran Buenos Aires	13.524	5.652
Resto Buenos Aires	15.887	7.645
Catamarca	970	183
Córdoba	8.966	4.147
Corrientes	1.163	465
Chaco	1.363	646
Chubut	1.922	825
Entre Ríos	2.251	1.170
Formosa	420	190
Jujuy	831	397
La Pampa	1.362	697
La Rioja	426	289
Mendoza	3.715	1.612
Misiones	1.040	754
Neuquén	1.841	997
Rio Negro	1.212	447
Salta	1.670	887
San Juan	1.416	345
San Luis	554	213
Santa Cruz	1.054	389
Santa Fe	9.367	5.303
Santiago del Estero	1.523	321
Tierra del Fuego	656	375
Tucumán	2.043	1.104
Total País	161.798	80.354

Fuente: E&R en base a BCRA

La provincia de Buenos Aires se ubica en segundo lugar en términos de significación relativa con respecto a los préstamos y depósitos del sistema financiero. Esta jurisdicción concentra el 16,5% de los préstamos y el 18,2% de los depósitos. Más atrás le siguen Santa Fe, Córdoba y Mendoza, aunque con participaciones muy inferiores a las de las dos primeras jurisdicciones.

De este modo, se aprecia una fuerte concentración de los créditos y depósitos del sistema bancario en unas pocas jurisdicciones: la Capital Federal, junto con las provincias de Buenos Aires, Santa Fe, Córdoba y Mendoza, concentran el 86,7% de los préstamos y el 85,3% de los depósitos; en tanto que el 13,3% de los créditos y 14,7% de los depósitos se distribuye en las 19 provincias restantes.

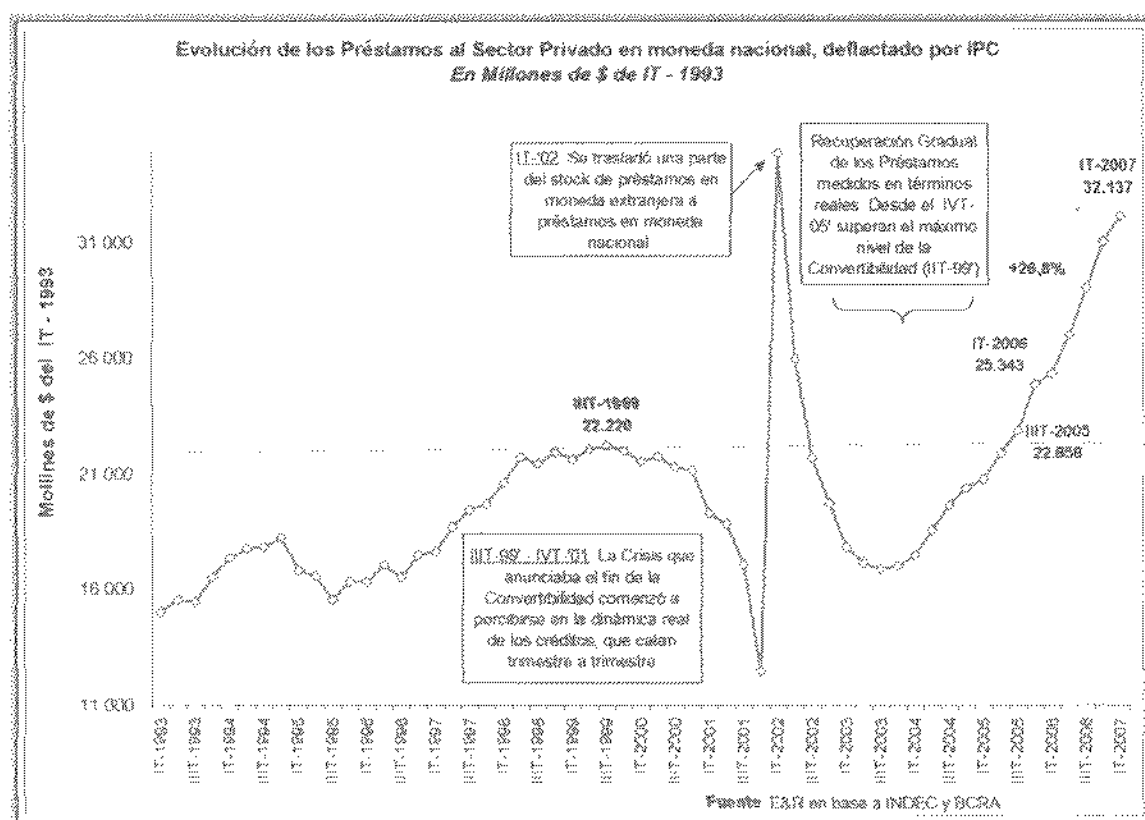
Si tomamos en cuenta que estas primeras cinco jurisdicciones representan aproximadamente un 77,3% del PBI y reúnen cerca del 66,9% de la población total del país, esta concentración financiera no debería sorprendernos. Sin embargo, estos datos no dejan de constituir un hecho preocupante, sobre todo si el objetivo a alcanzar es un desarrollo económico equilibrado a nivel subnacional. En efecto, la ausencia de crédito y de un mercado financiero gravitante a nivel regional, puede llegar a postergar o limitar el desarrollo provincial.



6.2. Préstamos y depósitos en moneda nacional del Sector Privado No Financiero

Los préstamos otorgados al Sector Privado No Financiero en moneda nacional sumaron \$67.550 millones durante el primer trimestre de 2007, lo que representa una suba del 38,8% en términos nominales respecto al mismo trimestre del año anterior.

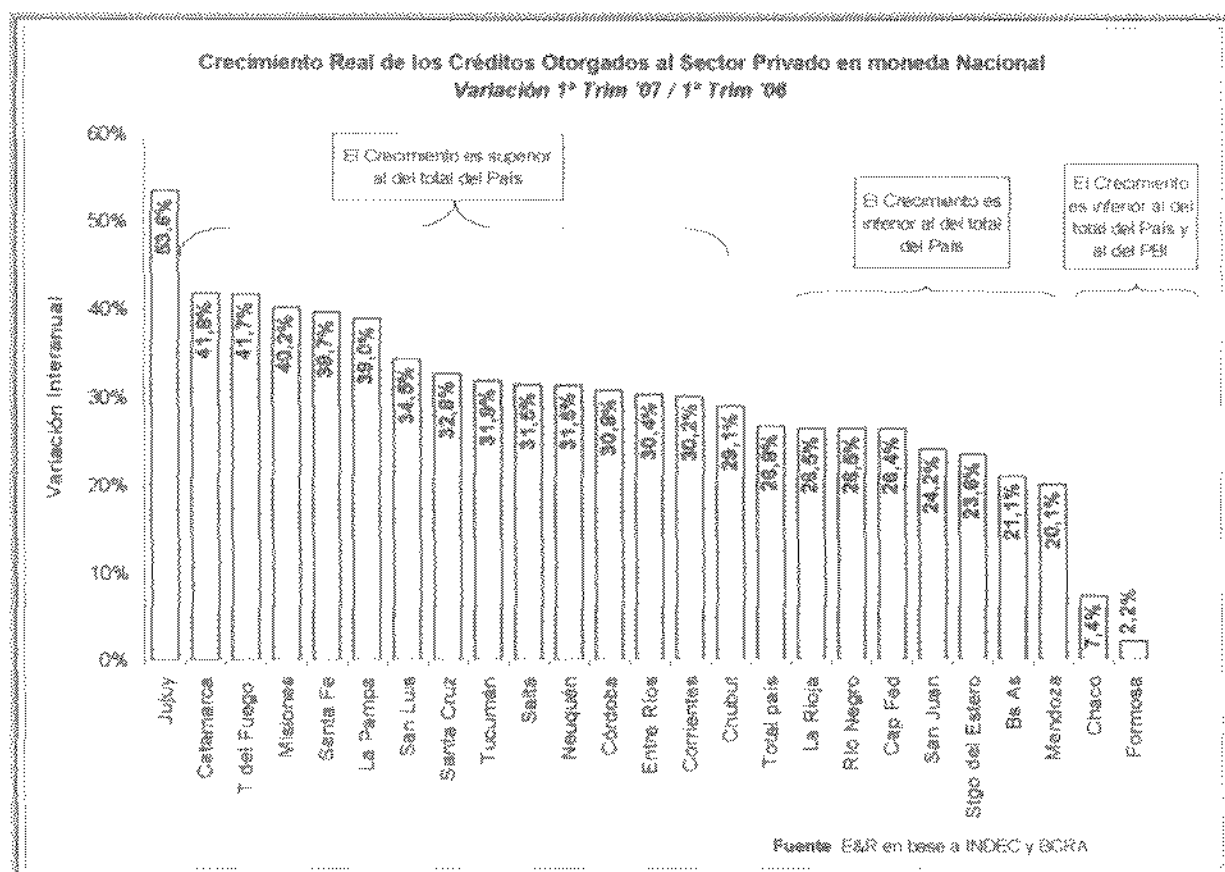
Si se filtra el efecto inflacionario (por el IPC), se observa que el incremento interanual alcanza el 26,8%, por lo que ha duplicado con creces el incremento real de la economía en ese mismo periodo (8%). Así, de la mano de la expansión económica, se observa una fuerte recuperación de los créditos al sector privado, superando en términos reales el máximo nivel alcanzado durante la Convertibilidad (correspondiente al 2º trimestre de 1999).



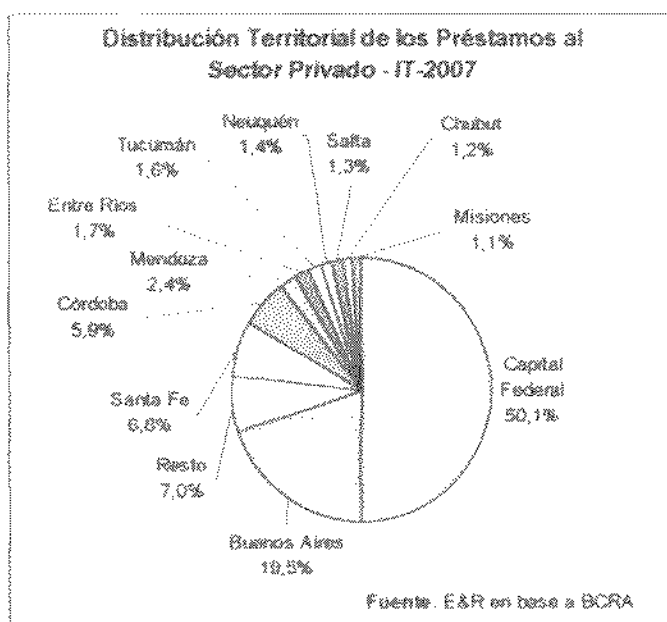
Si bien durante el primer trimestre de 2007 los préstamos hipotecarios y los documentos resultaron más dinámicos que el año pasado, continúa destacándose el crecimiento de los préstamos al consumo, adelantos de cuentas corrientes y descuentos de documentos, tarjetas de crédito, las líneas para financiar y prefinanciar exportaciones, y otros préstamos personales, prendarios y el leasing. Este último, impulsado por el sostenido crecimiento de la actividad económica que continúa incentivando a las empresas, mayormente PyME, a utilizar al leasing bancario para financiar proyectos de mediano plazo.

Al analizar la dinámica de los créditos otorgados al sector privado en la esfera subnacional, se aprecia que el mayor incremento real se ha producido en la provincia de Jujuy (53,6%), seguida más atrás por Catamarca (41,8%), Tierra del Fuego (41,7%) y Misiones (40,2%). Otras provincias en las cuales se registraron fuertes aumentos reales en los créditos destinados al sector privado son Santa Fe (39,7%), La Pampa (39%), San Luis (34,5%), Santa Cruz (32,8%) y Tucumán (31,9%). En todos estos casos, el crecimiento real de los créditos se ubicó por encima del correspondiente al del Total del País (26,8%).

Como contrapartida, se observa que en algunas provincias el crédito ha registrado un incremento real inferior al del Producto (8%). Dentro de ese grupo de provincias deben citarse a Chaco (7,4%) y Formosa (2,2%). Sin embargo, otras tantas se ubican por debajo de crecimiento total de créditos del país. Entre ellas se destacan Mendoza (20,1%), Buenos Aires (21,1%) y la Capital Federal (26,4%).



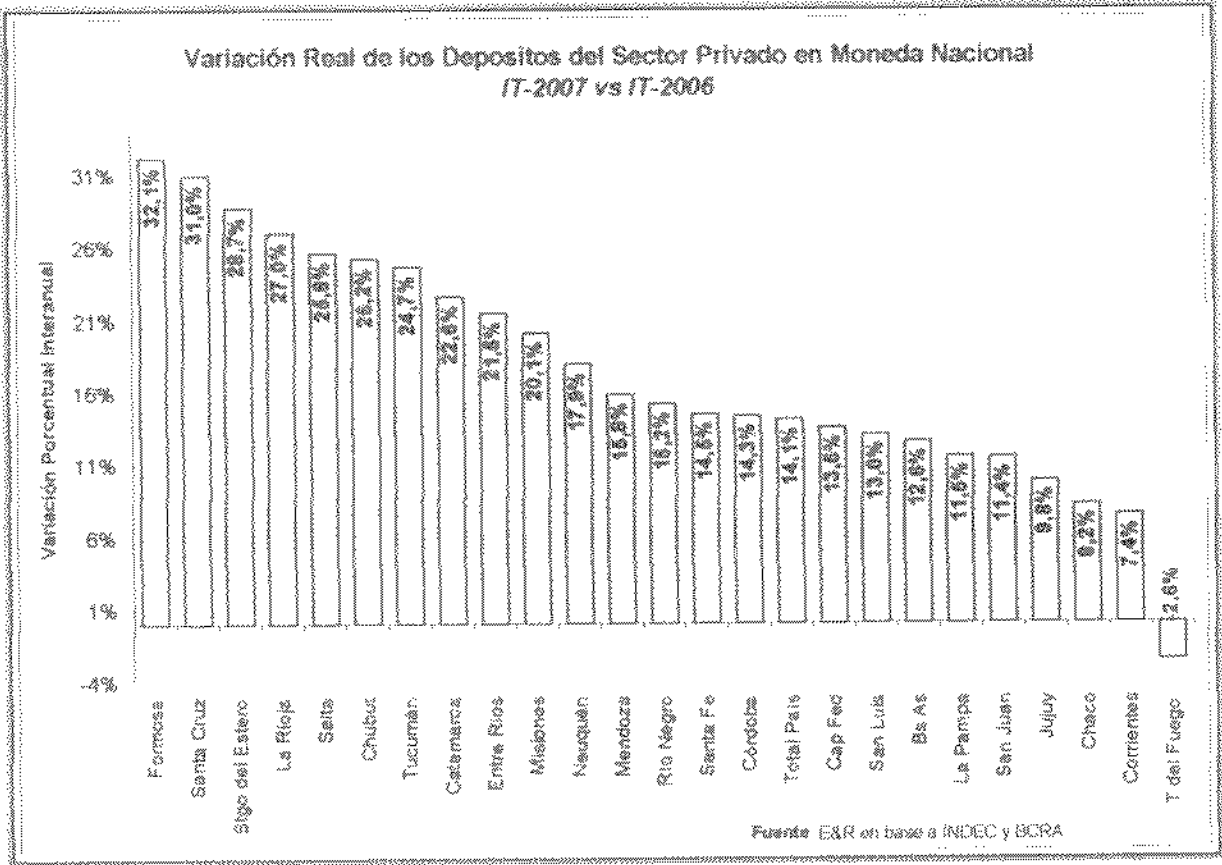
En lo que hace a la distribución geográfica de los créditos al sector privado, **aproximadamente un 50% de los mismos se concentran en la Capital Federal y del 50% restante, poco menos de un 20% se destina a la provincia de Buenos Aires.** En otros términos, menos de un 30% del crédito del sistema bancario se asigna a las restantes 22 provincias. En efecto, la estructura económica en términos territoriales, se refleja en las características del sistema financiero. De este modo, dentro de las 22 provincias restantes, se destacan Santa Fe, que reúne el 6,8% del total de créditos al sector privado, y Córdoba, que representa el 5,9%. Más atrás se encuentran Mendoza (2,4%), Entre Ríos (1,7%), Tucumán (1,6%), Neuquén (1,4%), Salta (1,3%), Chubut (1,2%) y Misiones (1,1%). Cabe destacar que esta composición territorial de los préstamos privados no ha variado significativamente respecto al primer trimestre de 2006. No obstante, respecto al mismo período de 2005, las únicas jurisdicciones que registraron una **variación significativa** fueron Santa Fe, que habría aumentado su participación prácticamente en un punto porcentual, al haber pasado de 5,7% al primer trimestre de 2005 a 6,8% al primer trimestre de 2007, punto que habría sido resignado por la **Capital Federal**, al pasar de un coeficiente de participación del 51,5% al 50,1% en el mismo período.



Con relación a los depósitos en pesos del Sector Privado No Financiero, al 1º trimestre de 2007, éstos

sumaron unos \$114.755 millones, lo que significa un alza del 24,9% en términos nominales respecto al mismo trimestre de 2006. Sin embargo, en términos reales, la variación interanual fue bastante menor, incrementándose en un 14,1%.

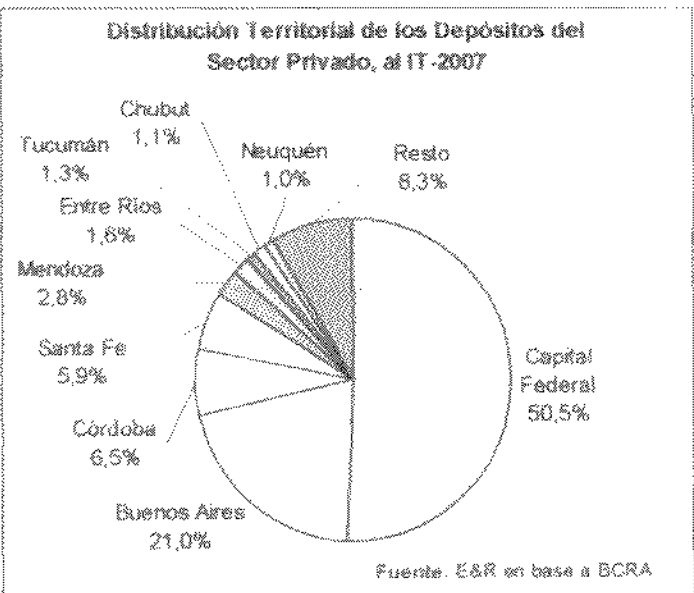
Sin embargo, se debe destacar que en 21 jurisdicciones se han registrado variaciones interanuales reales positivas y, en 20 de ellas, los incrementos superaron a la expansión del producto durante el período estudiado (8%). Los mayores incrementos corresponden a las provincias de Formosa (32,1%), Santa Cruz (31%), Santiago del Estero (27,7%), La Rioja (27%), Salta (25,6%), Chubut (25,2%) y Tucumán (24,7%).



Asimismo, obsérvese que si bien Buenos Aires y la Capital Federal concentran la mayor parte de los depósitos totales, el crecimiento real de los mismos (12,6% y 13,5% respectivamente) es inferior al del total del país. Este comportamiento obedecería a una creciente participación de los depósitos en moneda extranjera en esas localidades, a raíz de una paulatina recuperación de la confianza en el sistema bancario, sumado al escaso atractivo que generan las bajas tasas de interés reales en pesos (en muchos casos negativas), que además se encuentran sujetas a la incertidumbre de la inflación.

Por otro lado, Tierra del Fuego fue la única jurisdicción que registró una variación negativa, dado que sus depósitos cayeron, términos reales, un 2,6% respecto del mismo período el año anterior.

Con respecto a la distribución territorial de los depósitos en moneda nacional del Sector Privado, es preciso destacar que la **Capital Federal** presentó la mayor participación relativa (50,5%) durante el primer trimestre de 2007, más que duplicando el peso relativo de la provincia de Buenos Aires (21%). El tercer lugar es ocupado por Córdoba (6,5%) y el cuarto por Santa Fe (5,9%), a diferencia de lo que se había observado en el caso de los préstamos en pesos al sector privado, donde Santa Fe ocupaba el tercer lugar y Córdoba el cuarto. Finalmente, debe destacarse la participación de Mendoza (2,8%), Entre Ríos (1,6%), Tucumán (1,3%), Chubut (1,1%) y Neuquén (1%) en el total de depósitos privados en moneda nacional. El resto de las provincias reunieron aproximadamente el 8,3% restante de los depósitos privados en pesos durante el período bajo estudio. Cabe destacar que esta composición territorial de los depósitos no ha variado significativamente respecto al primer trimestre de 2006. Respecto a la situación observada al primer trimestre de 2005, la Capital Federal habría reducido su participación en 2 puntos porcentuales, al pasar de 53,6% al 50,5% en el mismo trimestre de 2007, puntos que habrían sido absorbidos por la Provincia de Buenos Aires, que habría aumentado su contribución en un punto porcentual (del 20,3% al 21,0%), en tanto el punto restante, se habría distribuido en las 22 jurisdicciones restantes.



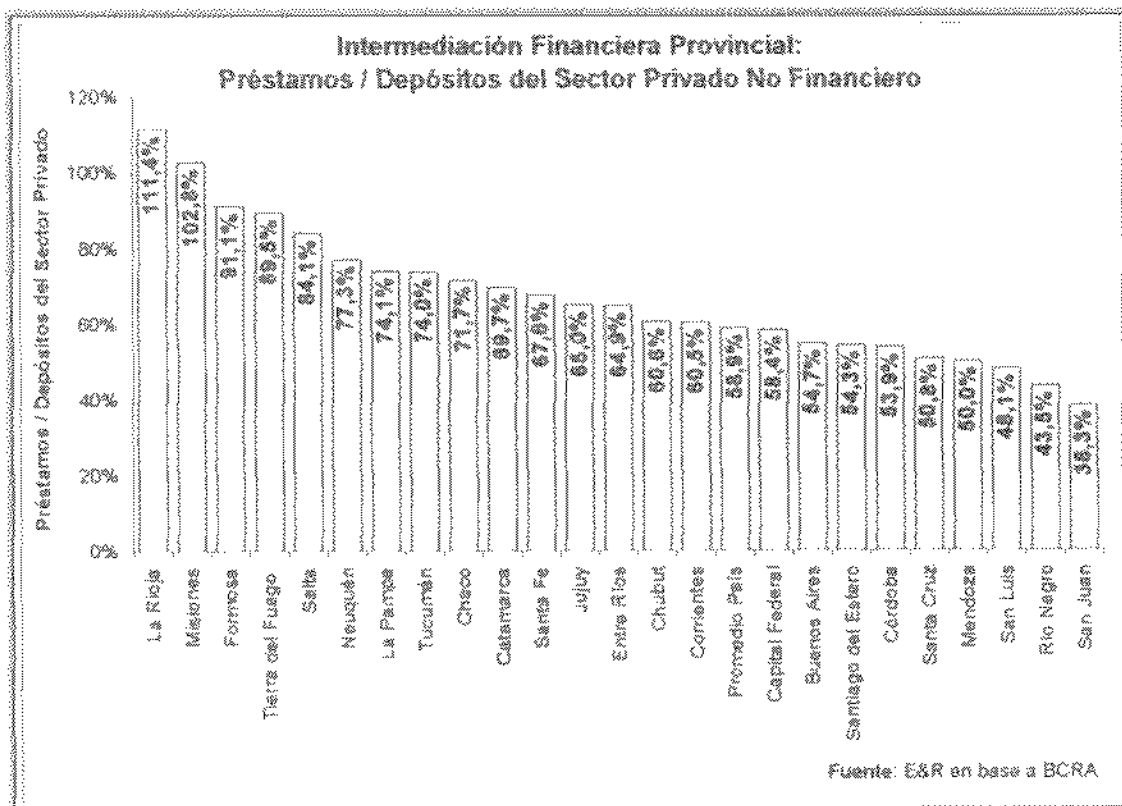
6.3. La intermediación financiera por provincia

El grado de intermediación financiera, medida como la relación entre el volumen de préstamos al sector privado sobre depósitos que el mismo sector efectúa en el sistema financiero alcanzó al primer trimestre de 2007 al 58,9%. Es decir que, en promedio, por cada peso depositado en el sistema financiero, éste presta \$0,589.



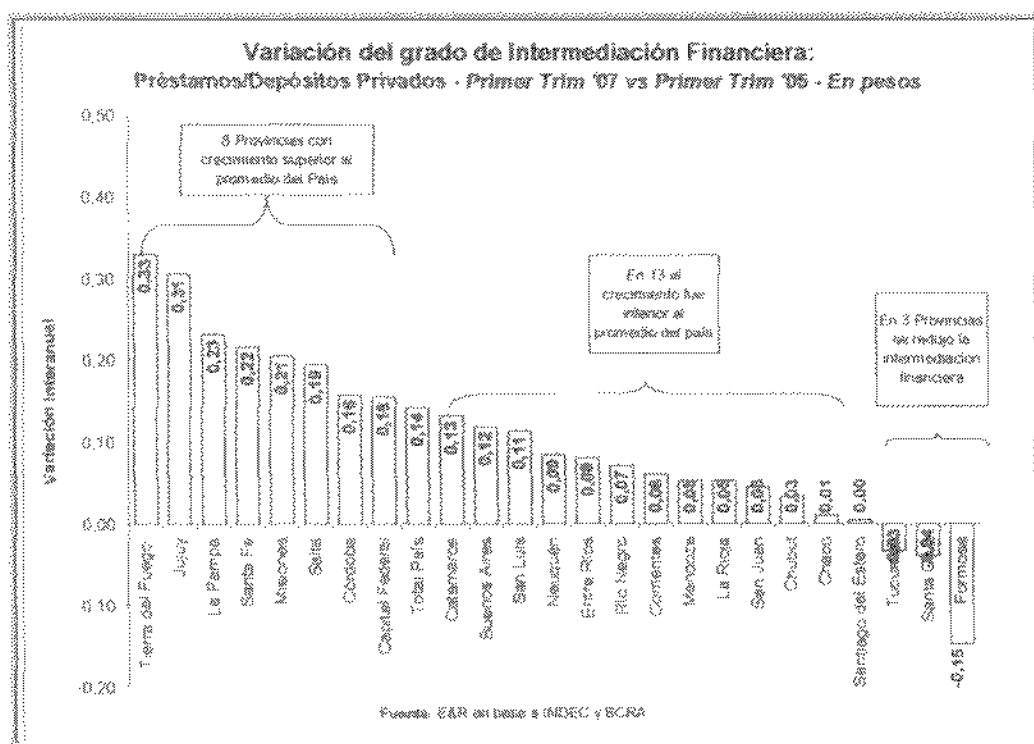
Si bien estos niveles de intermediación financiera están muy por debajo de los niveles previos a la crisis de 2001 y 2002 (cuando los depósitos cayeron fuertemente), a partir del 2004 (con la consolidación de la recuperación económica y del ordenamiento del sistema financiero) los préstamos y depósitos comienzan a transitar una senda ascendente que dan evidencia de una mejora significativa en términos relativos de este indicador.

A nivel provincial, el grado de intermediación financiera resulta bien diferente cuando se analiza el comportamiento en cada jurisdicción, poniendo de manifiesto la capacidad prestable o el tamaño relativo de los mercados financieros subnacionales.



En efecto, en la mayoría de las provincias los préstamos al sector privado representan más de la mitad de los depósitos privados. Entre las que observan los mayores ratios se encuentran La Rioja (111,4%), Misiones (102,8%), Formosa (91,1%), Tierra del Fuego (89,5%) y Salta (84,1%), mientras que otras 10 observan ratios que van desde 77,3% y el 60,5%. En tanto, otras 9 jurisdicciones observan ratios por debajo del promedio, como sucede en CABA (58,4%), Buenos Aires (54,7%), Santiago del Estero (54,3%), Córdoba (53,9%), Santa Cruz (50,8%), Mendoza (50%), San Luis (48,1%), Río Negro (43,5%) y San Juan (38,3%).

Respecto a lo observado dos años atrás, es decir con relación al primer trimestre de 2005, el grado de intermediación financiera aumentó: en promedio, por cada peso depositado durante el primer trimestre de 2007, hoy se prestan \$0.14 más que en el mismo período de 2005.

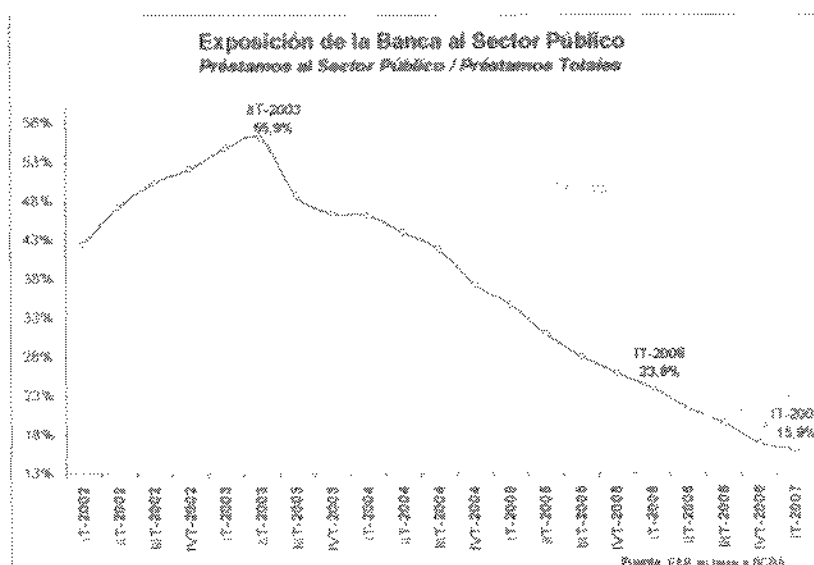


La mayoría de las provincias aumentaron su capacidad prestable (ocho lo hicieron por encima del promedio y otras 13 por debajo), mientras que se redujo solo 3 jurisdicciones. La jurisdicción donde más aumentó fue Tierra del Fuego, donde por cada peso depositado el crédito aumentó en \$0.33. En el extremo opuesto, se ubica la provincia de Formosa, donde por cada peso depositado, el sistema contrajo el préstamo en \$0.15.

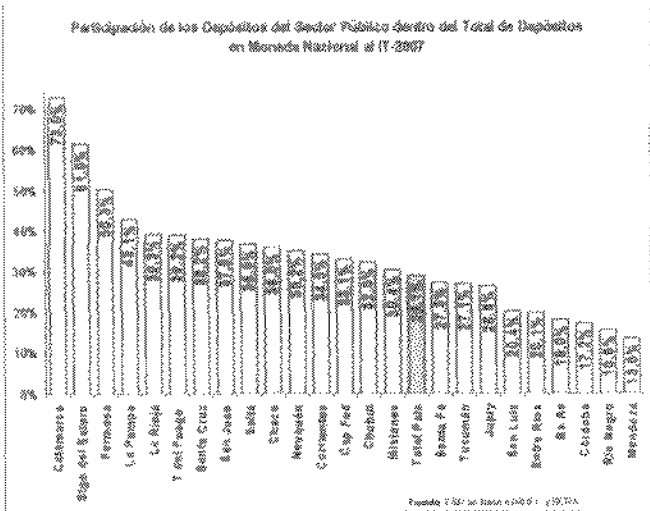
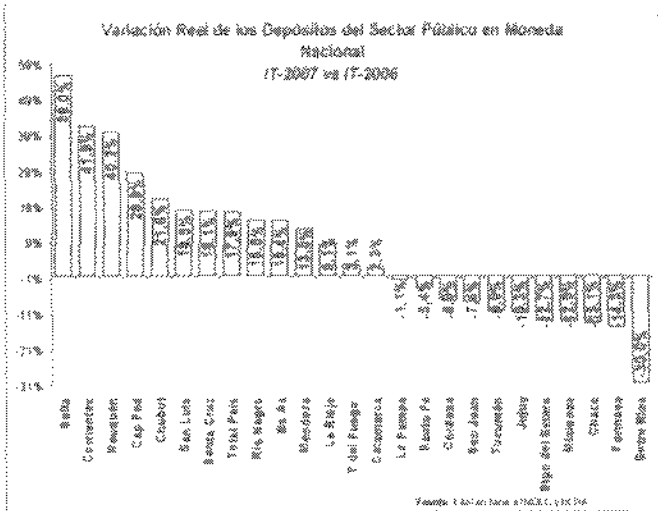
6.4. Préstamos y depósitos en moneda nacional al Sector Público No Financiero

Los préstamos al Sector Público No Financiero en moneda nacional totalizaron unos \$12.804 millones durante el primer trimestre de 2007. Esta cifra representa una caída nominal del 16,3% en relación a la cifra registrada en igual trimestre de 2006 (\$15.296 millones) mientras que en términos reales, el retroceso asciende a un 23,5%. Esta disminución es la contracara del superávit fiscal que ha mantenido el gobierno desde el 2002.

En los últimos años, la actual administración ha financiado su estructura de gastos a través de ingresos legítimos y ha podido cancelar pasivos sin recurrir a nuevos endeudamientos. De este modo, la exposición del sistema financiero al sector público sostuvo su patrón decreciente (ver gráfico). En efecto, la participación de los préstamos al sector público cayó más de 12 puntos porcentuales en los últimos doce meses, pasando del 23,9% en el primer trimestre de 2006 al 15,9% al primer trimestre de 2007.

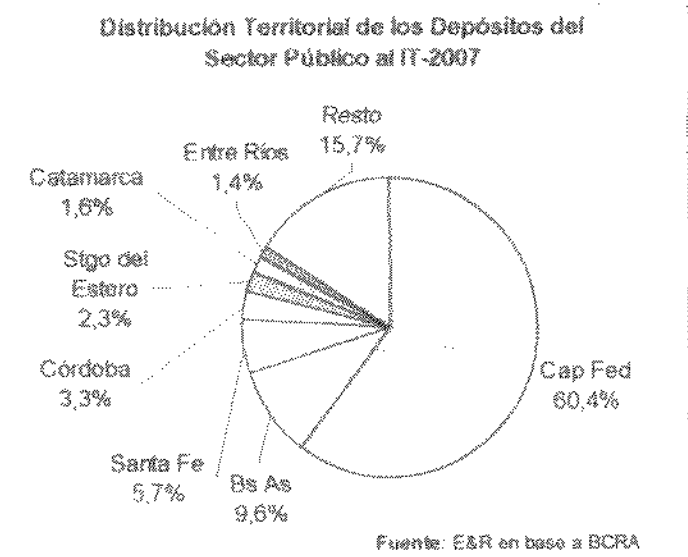


Paralelamente, los depósitos en pesos del Sector Público experimentaron un incremento nominal interanual del 29,1% al primer trimestre de 2007, lo que equivale a una suba del 17,9% en términos reales. Este incremento en los depósitos del sector público estaría explicado, básicamente por la mejora en la recaudación y en el superávit primario del Gobierno Nacional, hecho que se ve reflejado en un aumento real del 28,9% en los depósitos del Sector Público en la Capital Federal. Otras trece provincias han registrado aumentos reales en los depósitos del sector público, sobresaliendo los casos de Salta (56%), Corrientes (41,9%) y Neuquén (40,2%). Como contrapartida, el deterioro del ahorro primario en diversas jurisdicciones ha llevado a que los depósitos del sector público en once provincias registren una variación interanual real negativa.



Durante el primer trimestre de 2007, la participación de los depósitos del sector público en el total de depósitos efectuados en moneda local alcanzó a nivel nacional al 29,1%, cifra que varía fuertemente de provincia a provincia.

En Catamarca (73%), Santiago del Estero (61,6%) y Formosa (50,3%), más de la mitad de los depósitos son efectuados por el Sector Público. En el otro extremo se encuentran Mendoza (13,5%), Río Negro (15,6%), Córdoba (17,2%) y Buenos Aires (18%), donde los depósitos del sector público representan menos de una quinta parte del total de depósitos provinciales. En el resto de las jurisdicciones, los depósitos del sector público representan entre el 25% y el 50% del total de depósitos provinciales en moneda nacional. Este indicador da cuenta de la heterogeneidad estructural que presenta el mercado financiero a lo largo del país.



En cuanto a la distribución geográfica de los préstamos y depósitos del sector público, la Capital Federal reúne más de la mitad (60,4%) del total de depósitos públicos en el sistema bancario. Más atrás se encuentran la

provincia de Buenos Aires (9,6%), Santa Fe (5,7%) y Córdoba (3,3%), aunque con una participación notoriamente inferior a la de Capital Federal.

7. Emisiones Recientes de Deuda Provincial

7.1. Colocación de Neuquén en los mercados internacionales de capitales

Recientemente, la Provincia del Neuquén colocó exitosamente US\$ 125.000.000 en los mercados internacionales de deuda.

Estos títulos, enmarcados en el Programa de Emisión de Títulos para el Desarrollo Provincial (TIDEPRO) Ley N° 2505 por hasta un valor nominal de US\$ 250.000.000, cuentan con la garantía de recursos provenientes de las regalías hidrocarburíferas y tienen por objeto el financiamiento de obras de infraestructura públicas en la Provincia.

La primera Serie, por Valor Nominal de US\$ 125.000.000, fue colocada entre el 5 de octubre y el 11 de octubre de 2006. La Serie tuvo como fecha emisión el 18 de octubre de 2006 y su vencimiento ocurrirá el 18 de Octubre de 2014.

En función de las ofertas recibidas, el 11 de octubre de 2006 fue la fecha de cierre del "pricing", o fijación de la tasa del Bono provincial. En esa oportunidad, hubo ofertas por más US\$ 300 millones, es decir más del doble del valor nominal ofertado. La tasa de corte fue del 8.65% n.a., sólo 46 puntos básicos por sobre la Tasa Interna de Retorno (TIR) del BONAR V del Tesoro Nacional (Bono de similar características en moneda y duration), que en esa oportunidad era del 8.19%. El Bono pudo colocarse a la Par, es decir al 100% del valor nominal.

Seis meses después, la Provincia efectuó una "reapertura" de la Serie 1 por valor nominal de US\$ 125.000.000.

La "reapertura" de la serie en lugar de nueva serie permite reducir el costo de la operación y otorgar mayor agilidad a la transacción. Los costos de la colocación se reducen en tanto, mediante la reapertura, los nuevos Títulos y los ya emitidos son fungibles entre sí, permitiendo que el mercado los considere iguales, otorgándoles mayor liquidez. La mayor liquidez, tiene una consideración positiva para el mercado lo que se refleja indefectiblemente en un mejor precio de venta del título y, por tanto, en un menor costo financiero para la Provincia. En forma adicional, una reapertura implica eficiencias en el proceso de instrumentación de la nueva emisión, permitiendo salir más rápidamente al mercado.

Dado que se trata de una "reapertura", esta nueva emisión se fusiona con las características de la Primera Serie colocada el pasado 18 de octubre de 2006, las que se detallan a continuación:

- Moneda: Dólares estadounidenses
- Fecha Emisión: a determinar
- Vencimiento: 18/10/2014
- Tasa de interés: 8.656% n.a.
- Pago Cupón de Intereses: trimestral. Primer pago 18/01/2007 y luego todos los 18 del mes (enero, Abril, Julio y Octubre).
- Amortizaciones: en forma trimestral junto con el pago de intereses. Primer vencidito 18 de Abril de 2008

Dado que en esta oportunidad la tasa de interés o el cupón estaba determinada (8,656%, de la Serie 1), el precio de suscripción fue el que quedó determinado por el mercado. Con fecha 18 de Mayo de 2007, se inició el proceso de ofertas y, el 21 de Mayo, fue la fecha de cierre del "pricing", o fijación del Precio del Bono provincial.

Hubo ofertas por más US\$ 500 millones, es decir más del doble del valor nominal licitado y US\$ 200 millones más que lo ofertado al momento de la colocación de la Primera Serie.

Así, el Bono pudo colocarse el 104% del valor nominal, es decir sobre la par. Esto último permitió a la Provincia recibir más fondos de los que asume como deuda. En efecto, la Provincia percibirá US\$ 130.000.000, es decir US\$ 5.000.000 más sobre el monto que efectivamente se endeuda (US\$ 125.000.000).

La buena percepción de riesgo por parte de los inversores respecto de la transacción y la liquidez del mercado, se vio reflejado en el libro de ofertas. La Tasa Interna de Retorno (TIR) fue de 7.487% n.a., por debajo de la del BONAR V del Tesoro Nacional (Bono de similar características en moneda y duration) que en esa oportunidad era del 7.49%.

No sólo la colocación neuquina resultó de excelente performance en términos de tasa respecto a este bono soberano, sino que también resultó muy inferior a la pagada en la última colocación por el Gobierno Nacional con el BONAR X (bono con vencimiento en 2017), cuya tasa de corte resultó del 8.49% n.a.

7.2. Otras emisiones recientes de deuda provincial

Unos días después a la colocación de la primera serie de los TIDEPRO de Neuquén, la Provincia de Buenos Aires colocó US\$ 475 millones de Eurobonos en los mercados internacionales de crédito. La colocación fue exitosa, ya que contó con una importante demanda. La tasa de interés fue de 9.375% y el precio de suscripción fue bajo la par (97%), es decir que la provincia tomó deuda por US\$ 475 millones pero recibió US\$ 460,7 millones (US\$ 15 millones menos).

En Abril de 2007, volvió a incursionar en los mercados de crédito con un nuevo Eurobono por U\$S 400 millones. Esta emisión había sido pospuesta debido a la volatilidad en los mercados internacionales el 5 de marzo de 2007.

Nuevos Bonos de la Provincia de Buenos Aires

Titulo	Eurobono 2018	Eurobono 2028
Moneda y Monto emitido	US\$ 475 millones	US\$ 400 millones
Fecha Emisión	31/10/2006	18/04/2007
Vencimiento	14/09/2018	18/04/2028
Plazo	12 años	21 años
Tasa de Interés (Fija)	9,375%	9,625%
Cupón de Interés	Semestrales	Semestrales
Amortización	Al vencimiento	3 cuotas iguales y consecutivas en el 18 de abril de 2026, 2027 y 2028
Precio Suscripción	Bajo la par (97/100 VN)	A la par (100 VN)
Calificación Internacional (S&P)	B+	B+
Calificación Nacional (S&P)	raAA-	raAA-
Legislación	New York	New York

Fuente: ELABORACIÓN PROPIA, en base a Reuters y el Ministerio de Economía de la Provincia

Ambos títulos fueron emitidos bajo legislación de New York, y no cuentan con garantías específicas. A diferencia del endeudamiento neuquino, el destino de la emisión del Bono 2018 fue para financiar gastos corrientes, mientras que en el segundo, con vencimiento en 2028, según se estima, los recursos serán destinados principalmente a financiar obra pública pendientes a realizarse durante el presente año. Estos nuevos bonos constituyen la segunda emisión internacional de la Provincia de Buenos Aires desde que salió del incumplimiento financiero cuando completó una amplia reestructuración de deuda en enero de 2006.

7.3. La Performance de los títulos públicos provinciales

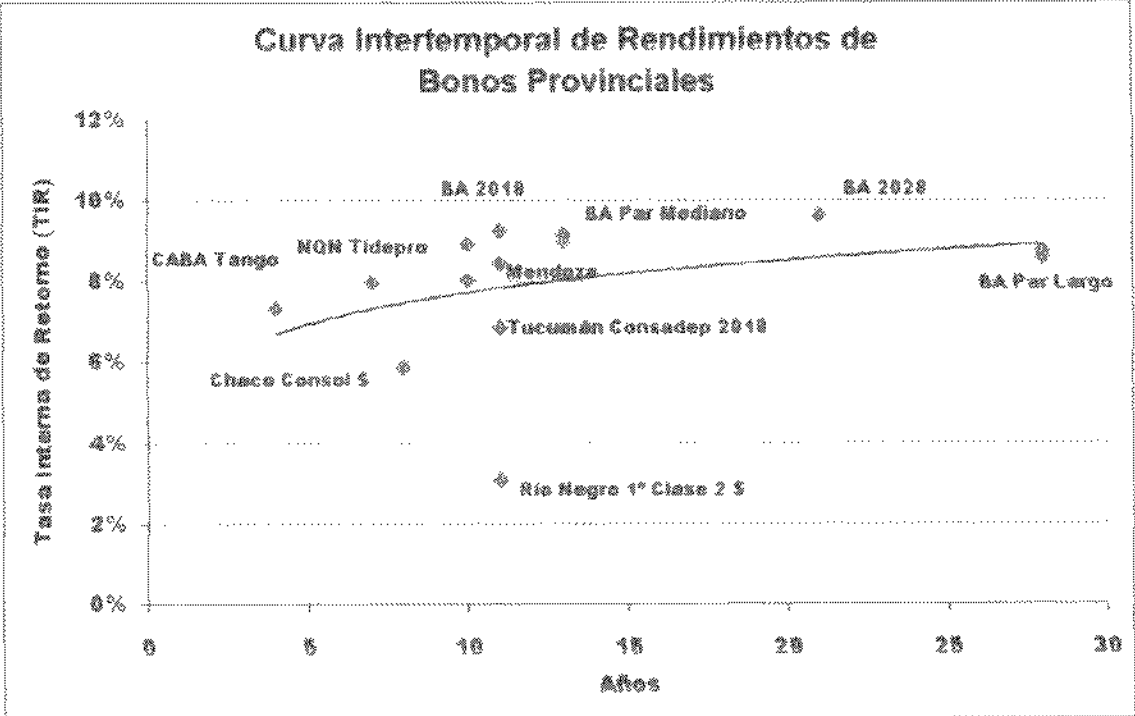
Títulos Públicos Provinciales con Cotización					
Ley Argentina					
Provincia	Título	Cupón (TNA)	Precio Último	TIR	Calificación
Chaco	Chaco Consol. \$ 110 M 2015		339	5.88%	s/d
Salta	Salta Consol. \$ 35 M 2009		290	129%	s/d
	Salta Consol. 1 \$ 161 M 2009		115	11.64%	s/d
Buenos Aires	Buenos Aires Consol. \$ 641.8 M 2007		137	N/A	s/d
Corrientes	Corrientes Consol. 1º \$251.7 M 2009	BCRA Com A	112	15.89%	s/d
	Corrientes Consol. 2º \$50 M 2009	1828	111	16.62%	s/d
Río Negro	Río Negro 1ª Clase 2 \$ 23 M 2018		185	3.07%	s/d
Tucumán	Tucumán Consadep \$108.5 M 2018		152	6.88%	s/d
Ley Extranjera					
CABA	Bono Tango US\$ 250 M 2011		101.800	7.33%	B+
Buenos Aires Reestructuración	Bono Discount Euro 2017		102.982	8.05%	B+
	Bono Discount US\$ 2017	9.25%	102.197	8.91%	B+
	Bono Par Mediano US\$ 64 M 2020	1.00%	48.760	8.98%	B+
	Bono Par Mediano Euros 575M 2020	1.00%	47.910	9.14%	N/A
	Bono Par Largo US\$ 484 M 2035	2.00%	48.050	8.75%	B+
	Bono Par Largo Euros 510 M 2035	2.00%	49.025	8.59%	B+
Buenos Aires Post Reestruct.	Bono US\$ 475 M 2018	9.375%	101.00	9.23%	B+
	Bono US\$ 400 M 2028	9.625%	99.956	9.63%	B+
Mendoza	Mendoza US\$ 170.9 2018		250.00	8.45%	B+
Neuquén	TIDEPRO US\$ 250 M 2014		104.078	7.989%	BB-

Fuente: ELABORACIÓN PROPIA en base a datos de Reuters y Puente Hermanos

El Bono Tango de la CABA también observa una buena performance, con un rendimiento del 7.33%. Este bono, también producto de la reestructuración de los bonos Tango llevada a cabo en 2003, tiene vencimiento en 2011 y no cuenta con garantías específicas.

Entre los bonos emitidos bajo ley nacional, puede mencionarse el Consadep (Bonos para la Conversión y Saneamiento de Empréstitos Públicos) de Tucumán, con vencimiento en 2018, observa un rendimiento del 6.88%. Estos títulos emitido en 2004, se destinaron al canje de títulos provinciales no ingresados en el proceso de conversión de deuda pública provincial (Boso, Boso Independencia e Independencia Argentina, y los Eurobonos Serie 2, por hasta un monto de \$55 millones). Los CONSADEP tienen las mismas características que el BOGAR 2018, aunque cuentan con la afectación en garantía de hasta 5% de los fondos de Coparticipación Federal de Impuestos, junto a una garantía subsidiaria sobre los demás recursos provinciales de libre disponibilidad. El Bono de la Provincia de Río Negro Clase II Serie I, posee un rendimiento del 3.07%. Este bono, de condiciones similares a las del BOGAR 2018 de Nación, cuenta con garantía de Impuestos Provinciales administrados por un Fondo Fiduciario, tuvieron como destino el canje, realizado entre mayo y agosto de 2004, de ciertos títulos provinciales (Bocón en Dólares y Pesos Ley 2.545; Río Clase II Serie I y Serie II Ley 3.140; Río Clase III Serie I y Serie II Ley 3.274; y Cedepir Clase II Serie I y Serie II Ley 3.372).

En el gráfico siguiente puede observarse la curva de rendimientos intertemporal de los títulos públicos provinciales¹⁷. Esta refiere la relación existente entre la tasa de corto y de largo plazo de obligaciones de renta fija emitidas por el tesoros provinciales.



Fuentes: Puente Hermanos SA y Reuters

Por lo general, los tipos de interés de corto plazo son menores a las tasas de largo plazo, de manera que la curva de rendimientos sube a medida que pasa el tiempo con el objeto de reflejar mayores tipos de interés para inversiones de más largo plazo. A este tipo de gráficos se lo conoce como curva de rendimientos normal. Este comportamiento se da en la curva de rendimientos de los títulos provinciales.

8. INCONSISTENCIAS DEL MODELO

¹⁷ Nótese que se excluyen los Títulos de Consolidación de Salta y Corrientes ya que su rendimiento refleja la menor liquidez de los mismos distorsionando el significado de la curva intertemporal de rendimientos.

Uno de los pilares fundamentales del actual modelo económico es el sostenimiento del tipo de cambio real depreciado, lo cual requiere impedir la apreciación del tipo de cambio nominal y mantener la inflación bajo control. Un tipo de cambio real depreciado, brinda competitividad al sector externo, estimulando las exportaciones y otorgando protección a las industrias sustituidoras de importaciones y, consecuentemente, contribuye a la generación de puestos de trabajo y a la reducción del desempleo. El Gobierno está convencido de la necesidad de brindarle un "puente de plata" a la industria local hasta tanto ésta logre mejorar en el tiempo su competitividad sistémica y, no dependan tanto de la competitividad-precio que les proporciona el Estado. Asimismo, un dólar alto le permite al Gobierno cobrar retenciones a las exportaciones, las que acrecientan los ingresos del Sector Público Nacional (SPN). El excedente fiscal del Gobierno Federal se utiliza para impulsar el crecimiento de la economía a través del estímulo a la demanda agregada y para evitar, mediante subsidios, que los precios internos de ciertos bienes y servicios aumenten y que el tipo de cambio real se deteriore. En este marco, la inflación constituye una grave amenaza al funcionamiento del modelo económico vigente, ya que la aceleración de las presiones inflacionarias socava la competitividad que brinda una moneda devaluada, sostenida hasta el presente por todos los medios al alcance del Poder Ejecutivo. En este sentido, se podría afirmar que, con persistentes tasas de inflación elevadas (superiores al 15% anual), este modelo económico no sería sostenible en el tiempo.

El superávit primario es el otro pilar desde este modelo económico post Convertibilidad y, el destino que se de a dichos fondos, resulta fundamental para su sustentabilidad futura. En efecto, el superávit primario debería destinarse a la compra del exceso de oferta de dólares para mantener genuinamente el tipo de cambio sin generar presiones inflacionarias. Cuanto más elevado sea el superávit primario, menor será la necesidad de intervención del BCRA para sostener el tipo de cambio depreciado y, por consiguiente, la emisión de dinero y su necesaria esterilización posterior (mediante emisión de LEBACs y NOBACs). Ello contribuiría a disminuir las presiones inflacionarias y a mantener baja la tasa de interés, favoreciendo el crecimiento de largo plazo.

La sustentabilidad del actual modelo económico exige una política fiscal prudente y de carácter contracíclico, con un superávit primario creciente para sostener el tipo de cambio sin necesidad de recurrir a la emisión monetaria. Este es el punto de contacto entre el actual modelo económico y aquel vigente durante la Convertibilidad: ambos esquemas heterodoxos demandan una gran solvencia fiscal.

La política fiscal del Gobierno resulta, sin embargo, expansiva y procíclica. El ahorro fiscal, en lugar de aumentar impulsado por el fenomenal crecimiento de la recaudación, se deteriora día a día. En el primer trimestre del año, el superávit primario nominal aumentó en apenas \$175 MM (3.6%), ya que los ingresos crecieron un 33.9% (\$11,493), pero a menor ritmo que el gasto primario, que se incrementó en un 39% (\$11,317 MM). Además, si se analiza el gasto discrecional, la performance fiscal resulta aún menos alentadora, puesto que estas erogaciones tuvieron una expansión superior al 42%, superando por más de 8 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento de los ingresos.

Más allá de criticar o ponderar las etiquetas de los distintos modelos económicos, la responsabilidad de los analistas pasa por estudiar y evaluar su consistencia, es decir, la probabilidad de que se puedan o no sostener con éxito en el tiempo. En este sentido, se observa desde hace ya muchos meses, una creciente incompatibilidad entre la posibilidad de mantener un tipo de cambio competitivo y las presiones inflacionarias, que se incrementan al mismo tiempo que se debilita el frente fiscal. Las inversiones, por su parte, tampoco están aumentando en la medida de lo que el modelo requiere y, esta situación, también pone de manifiesto el riesgo de seguir impulsando el crecimiento a través del estímulo a la demanda, hasta tanto la oferta de bienes y servicios crezca al punto tal se moderen las presiones sobre el nivel general de precios de la economía.

8.1. La Intervención Cambiaria es Cada Vez Menos Genuina

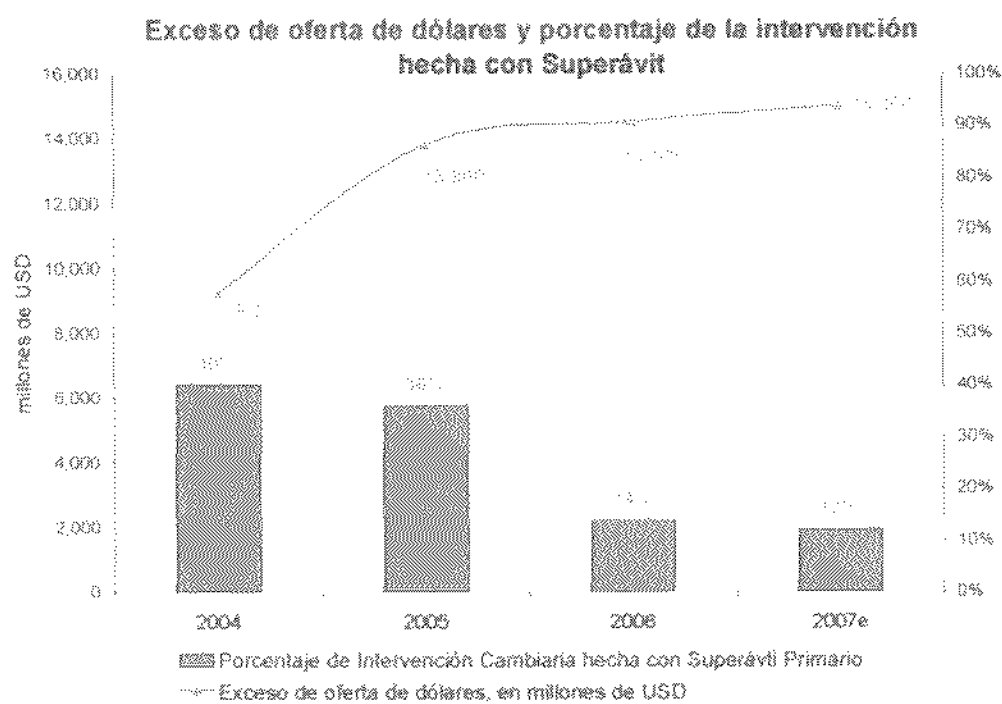
Con un superávit fiscal que cada vez representa una menor proporción del superávit externo, el esfuerzo del BCRA para mantener un tipo de cambio real competitivo es cada vez mayor. En un marco de exceso de oferta de dólares, dicha tarea exige una constante intervención cambiaria para impedir la apreciación del tipo de cambio nominal.

La intervención en el mercado cambiario puede realizarse a través del Tesoro Nacional, empleando el superávit primario del SPN, o por medio del BCRA, con emisión de dinero. En el primer caso, el Tesoro mantiene el tipo de cambio nominal comprando el exceso de oferta de dólares con pesos ya existentes, sin generar presiones inflacionarias. Este “mantenimiento genuino del tipo de cambio”, promueve la sustentabilidad del modelo en el largo plazo, ya que contribuye a mantener a la inflación bajo control fomentando el crecimiento económico.

En el segundo caso, la autoridad monetaria emite nuevos pesos para comprar el exceso de dólares, generando presiones inflacionarias que aprecian el tipo de cambio real. Este tipo de intervención dificulta en el tiempo el sostenimiento del modelo económico, dado que incrementa las presiones sobre los precios y tasas de interés, desincentivando el crédito, el consumo y la inversión y, en consecuencia, afectando el nivel de crecimiento.

En nuestro país, la creciente intervención del BCRA, genera un mantenimiento cada vez menos genuino del tipo de cambio. Esta situación, responde al hecho de que el sobrante de dólares crece más rápidamente que el resultado primario del sector público. En efecto, la intervención cambiaria realizada con superávit primario pasó del 40% en 2004 a tan sólo 12% en 2007 (ver gráfico 1).

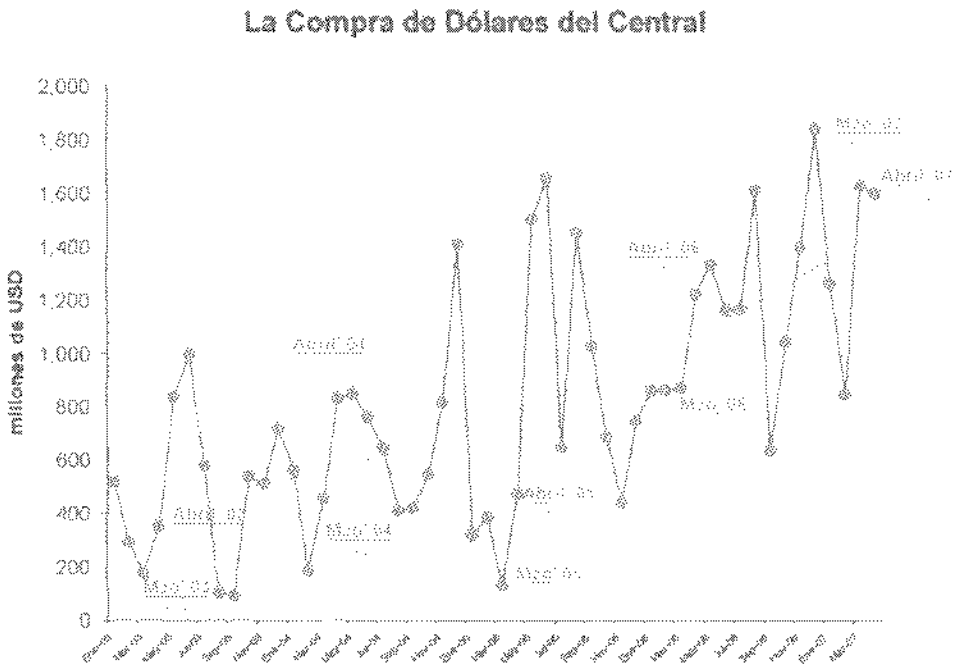
Gráfico 1: El mantenimiento del tipo de cambio utilizando el superávit primario del SPN en 2004 / 2007



Fuente: ELABORACIÓN PROPIA en base al MECON.

Como contrapartida, la intervención de la autoridad monetaria en el mercado cambiario ha aumentado notablemente desde 2003 (ver gráfico 2). De hecho, en marzo (USD1,626 MM) y abril (USD1,596) del corriente año, las compras de dólares efectuadas por el BCRA crecieron un 87 y un 31% respectivamente, en relación a 2006. A su vez, las adquisiciones efectuadas en marzo y abril de 2006, también superaron ampliamente a las realizadas en igual periodo de 2005. Asimismo, la creciente emisión de dinero por parte del Banco Central para sostener el tipo de cambio nominal, obliga a la autoridad monetaria a aumentar la colocación de deuda en el mercado de capitales doméstico.

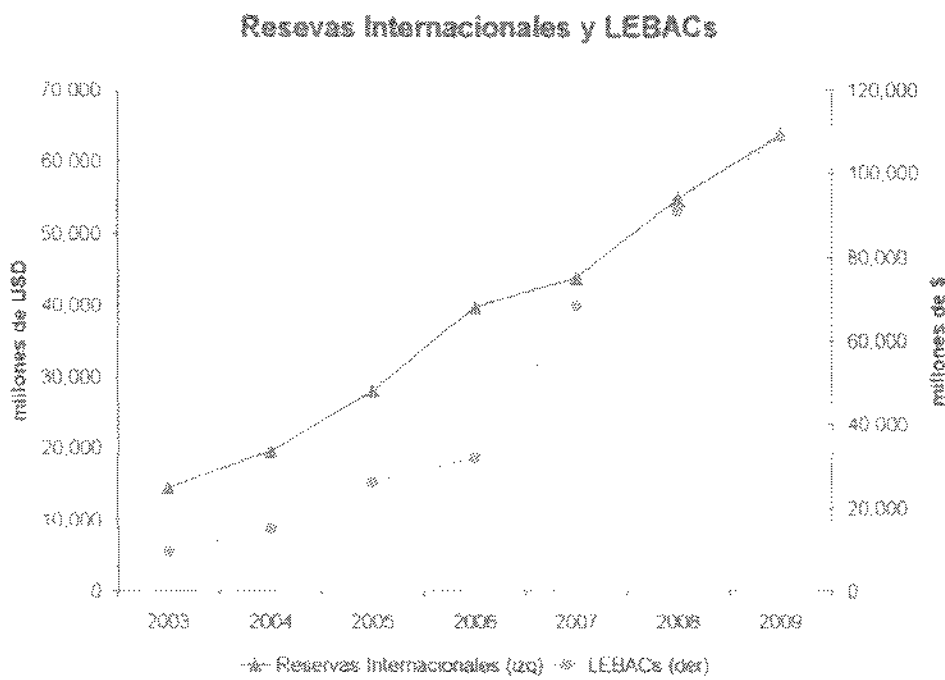
Gráfico 2: La intervención cambiaria del BCRA para mantener el tipo de cambio



Fuente ELABORACIÓN PROPIA en base al BCRA

Como consecuencia de la creciente compra de dólares que realiza el BCRA, aumentan tanto el stock de reservas internacionales como los pasivos no monetarios de la entidad. De continuar la actual política de intervención cambiaria, casi totalmente a cargo del Banco Central, las reservas internacionales crecerían desde los USD14,500 MM acumulados en 2003, a USD63,800 MM en 2009 y, el stock de LEBACs aumentarían de \$9,521 MM en 2003 a \$108,731 MM en 2009 (ver gráfico 3). El mantenimiento no genuino del tipo de cambio, mediante emisión y posterior esterilización monetaria, acrecienta tanto el activo (reservas) como el pasivo (LEBACs) del BCRA, lo que podría disminuir los márgenes de acción que posee la entidad para alcanzar sus múltiples objetivos de política económica en el mediano y largo plazo (ver gráfico 4). En este sentido, resulta crucial determinar si el BCRA estará en condiciones de continuar con la actual política de intervención cambiaria durante los próximos años.

Gráfico 3: Stock de Reservas y LEBACs del BCRA en 2003 / 2009



Fuente: ELABORACIÓN PROPIA en base al BCRA

8.2. Los MÚLTIPLES Objetivos del Banco Central

En la Argentina, al igual que en la gran mayoría de los países, el Congreso de la Nación establece los objetivos y también los fundamentos de la autarquía e independencia política del Banco Central. El artículo tercero de la Carta Orgánica del BCRA, aprobada por el Poder Legislativo, establece que la misión primaria y fundamental de la entidad es el control del nivel general de precios. Asimismo, en dicho artículo se afirma que la formulación y ejecución de la política monetaria y financiera, no estará sujeta a órdenes, indicaciones o instrucciones del Poder Ejecutivo. A continuación se reproduce dicho artículo:

“ARTICULO 3: Es misión primaria y fundamental del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA preservar el valor de la moneda. Las atribuciones del Banco para estos efectos, serán la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en la economía y el dictado de normas en materia monetaria, financiera y cambiaria, conforme a la legislación vigente.

El BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA deberá dar a publicidad, antes del inicio de cada ejercicio anual, su programa monetario para el ejercicio siguiente, informando sobre la meta de inflación y la variación total de dinero proyectada. Con periodicidad trimestral, o cada vez que se prevean desvíos significativos respecto de las metas informadas, deberá hacer público las causas del desvío y la nueva programación. El incumplimiento de esta obligación de informar por parte de los integrantes del Directorio del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA será causal de remoción a los efectos previstos en el Artículo 9°.

En la formulación y ejecución de la política monetaria y financiera el Banco no estará sujeto a órdenes, indicaciones o instrucciones del PODER EJECUTIVO NACIONAL.

El Banco no podrá asumir obligaciones de cualquier naturaleza que impliquen condicionar, restringir o delegar sin autorización expresa del HONORABLE CONGRESO DE LA NACIÓN, el ejercicio de sus facultades legales. El ESTADO NACIONAL garantiza las obligaciones asumidas por el Banco. Salvo expresas disposiciones en contrario establecidas por ley, no serán de aplicación al BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA las normas, cualquiera sea su naturaleza, que con alcance general hayan sido dictadas o se dicten para organismos de la Administración Pública Nacional, de las cuales resulten limitaciones a la capacidad o facultades que le reconoce la presente Carta Orgánica."

La autarquía e independencia de la autoridad monetaria respecto al poder político se manifiesta en el hecho que el BCRA es libre e independiente para elegir los instrumentos de política con los cuales cumplir su misión. Es decir, ningún otro organismo del Estado puede disputar su accionar en pos de mantener bajo control los precios de la economía.

Además, los ejemplos internacionales demuestran que, cuanto más independientes son los Bancos Centrales, más bajos son los niveles de inflación y más altas son las tasas de crecimiento alcanzadas¹⁸. En este sentido, la estabilidad del nivel general de precios es una condición necesaria para un crecimiento sustentable. Una moneda fuerte, sin pérdida de poder adquisitivo, es clave para crecer con estabilidad. La inflación sólo puede estimular el crecimiento por un determinado periodo de tiempo, siempre y cuando no sea demasiado elevada. En el caso de Argentina la evidencia empírica sugeriría que la inflación no debería superar el 15% anual.

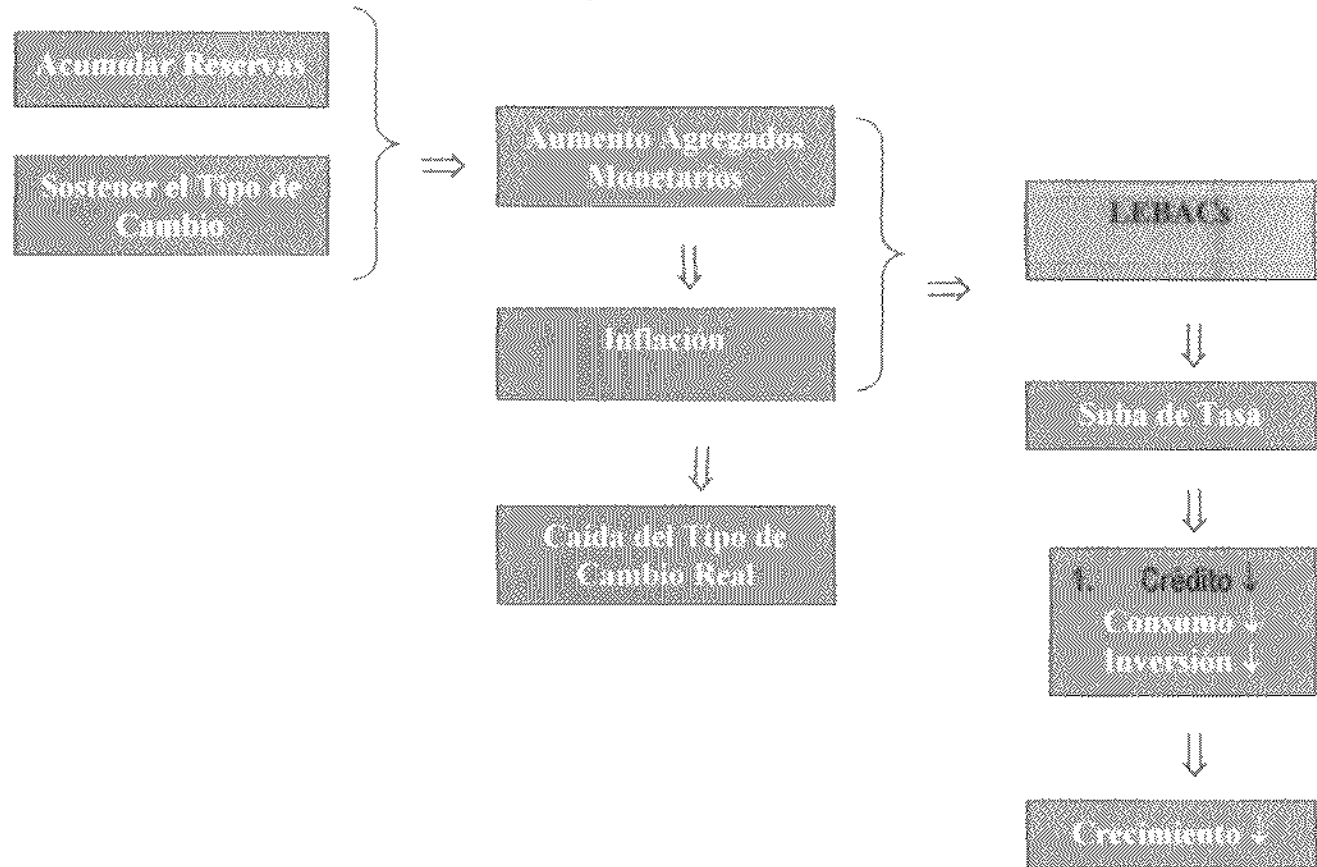
Si bien los bancos centrales pueden tener más de un objetivo, es imprescindible que haya equilibrio entre los mismos. Muchas veces estos objetivos pueden tomarse incompatibles entre sí. Es decir, puede suceder que en algún momento las acciones de política monetaria tendientes a alcanzar un determinado objetivo atenten contra el logro de otro. Así, el hecho de que la autoridad monetaria tenga un solo objetivo, facilita la conducción de la política monetaria. De este modo, un Banco Central debería tener objetivos acotados, ya que la cantidad de los mismos no debería superar nunca el número de herramientas que tiene a su disposición para cumplirlos.

No obstante estas recomendaciones, el Gobierno parecería imponer al BCRA un esquema de objetivos múltiples, algunos de los cuales son incompatibles entre sí.

En los hechos, es casi imposible poder *acumular reservas, sostener un tipo de cambio elevado, mantener baja la tasa de interés, impulsar el crédito y estimular el nivel de actividad económica*, sin que, además, se desborden los agregados monetarios y se pierda el control de la inflación (ver gráfico 4).

¹⁸ Ver Blinder (2001). "El Banco Central: teoría y Práctica".

Gráfico 4: Inconsistencia en los múltiples objetivos del Banco Central



Fuente: ELABORACIÓN PROPIA.

La política monetaria de múltiples objetivos impuesta al Banco Central, convalida altas tasas de inflación que ponen en peligro el crecimiento económico de largo plazo. En un marco de exceso de oferta de dólares, el mantenimiento del tipo de cambio real, obliga al BCRA a continuar comprando el sobrante de dólares (acumulando reservas), emitiendo dinero y deuda, para esterilizar dicho incremento de la base monetaria.

La intervención del Banco Central en el mercado cambiario debería ser marginal. Obviamente, este cambio en la conducción de la política monetaria y cambiaria exigiría también un cambio radical en la política fiscal, que debería más prudente y de carácter contracíclico. El superávit primario debería aumentar notablemente, permitiendo al Tesoro Nacional realizar la intervención cambiaria.

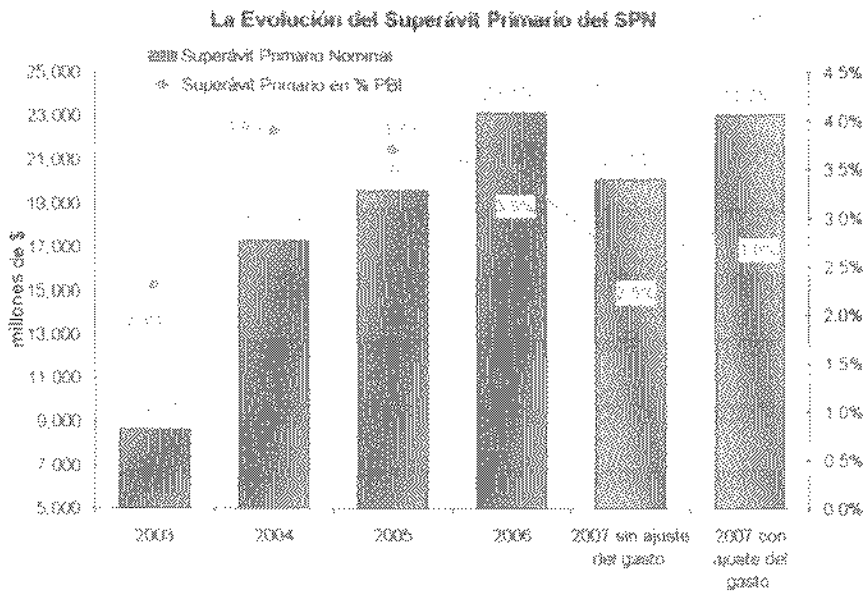
8.3. Superávit Necesario para Sostener Genuinamente El Tipo de Cambio

El incremento del gasto público durante el primer trimestre de 2007 responde, fundamentalmente, al incremento en las erogaciones de la seguridad social (debido al aumento en las retribuciones y al mayor

número de beneficiarios por la implementación de las moratorias), a la ampliación de las partidas destinadas a obra pública, al creciente volumen de subsidios al sector privado (a fin de paliar los efectos negativos de la distorsión de precios relativos que genera la política antiinflacionario del Gobierno) y al aumento de los salarios en la administración pública.

Esta expansión del gasto público, que estimula la demanda a una velocidad superior al aumento de la oferta, no resulta sostenible en el tiempo ya que acrecienta las presiones inflacionarias. De prolongarse esta dinámica en las erogaciones del sector público durante el resto del ejercicio fiscal 2007, el superávit primario del SPN sería más bajo que el alcanzado el año pasado (entre \$3,000 MM y \$4,000 MM menos), pasando del 3% al 2,5% del producto. No obstante, considerando que la recaudación crecerá en torno al 30% interanual y, que después de las elecciones el ritmo de expansión del gasto público probablemente se moderará, es de esperar que el superávit en términos nominales se mantenga constante respecto al 2006 (\$23,000 MM), cayendo entonces al 3.0% del PBI, es decir, 0.5 puntos porcentuales menor al alcanzado en 2006 (ver gráfico 5).

Gráfico 5: El superávit primario del SPN en 2003/2006 y dos escenarios para 2007 (con y sin ajuste)



Fuente: ELABORACIÓN PROPIA en base al MECON.

El presidente de la Nación parece haber impuesto la regla de que el superávit primario en términos del PBI no debería ser inferior al 3%. Sin embargo, este ratio parece escaso para sostener genuinamente el tipo de cambio (sin generar inflación) y asegurar el crecimiento económico en el largo plazo.

En este sentido, realizamos un ejercicio para determinar el superávit primario mínimo necesario para mantener el tipo de cambio genuinamente¹⁹ en el período 2007/2009. Planteamos un escenario conservador²⁰ en el cual el sobrante de dólares disminuye desde USD15,000 MM en 2007, a USD12,000 MM en 2008 y USD10,000 MM en 2009. También asumimos un determinado crecimiento de la demanda de dinero, o sea, la porción de la oferta de dólares que puede ser adquirida con emisión monetaria no inflacionaria.

¹⁹ Es decir, sin necesidad de recurrir a la emisión monetaria por parte del Banco Central.

²⁰ En este ejercicio suponemos que las amortizaciones de deuda, así como otras obligaciones a cargo del Tesoro (como la asistencia financiera de la Nación a provincias) se lleva a cabo mediante colocaciones de deuda y no se utiliza para ello el superávit primario.

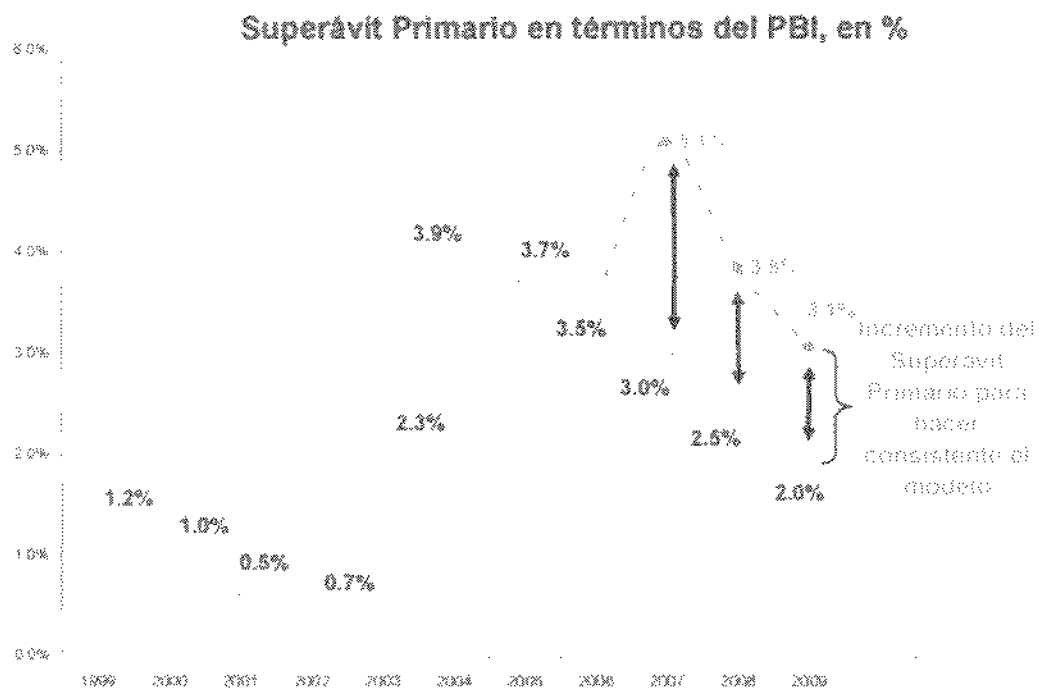
De acuerdo a nuestras estimaciones, para mantener el tipo de cambio sin necesidad de emisión monetaria y evitar presiones sobre el nivel general de precios y la tasa de interés, el superávit primario del SPN en 2007 debería alcanzar por lo menos el 5.1% del PBI (\$40,504 MM). Asimismo, debido al menor sobrante de dólares proyectado para 2008 y 2009, el resultado primario en esos años no debería ser inferior al 3.8% y 3.1% del PBI, respectivamente (ver cuadro 1).

Cuadro 1: El superávit primario necesario para mantener genuinamente el tipo de cambio en 2007/2009

	2007	2008	2009
1) Sobrante de dólares en el Mercado Cambiario, en mill. USD	15,000	12,000	10,000
2) Tipo de Cambio Promedio	3.13	3.23	3.31
3) Sobrante de Dólares en el Mercado Cambiario, en mill.\$ (1x2)	46,950	38,760	33,100
4) Emisión monetaria necesaria para comprar el sobrante de dólares, x crecimiento de la demanda de dinero x expansión económica e inflación	14,000	13,000	12,000
5) Superávit Primario del Tesoro que se debe destinar a la compra de dólares (3-4)	32,950	25,760	21,100
6) Intereses de deuda en pesos, en mill. de \$	3,554	3,286	3,250
7) Superávit primario necesario para financiar el déficit financiero provincial	4,000	8,000	11,000
8) Superávit Primario necesario para mantener genuinamente el tipo de cambio en mill. \$ (5+6+7)	40,504	37,046	35,350
9) Superávit Primario necesario para mantener genuinamente el tipo de cambio, en % del PBI	5.1%	3.8%	3.1%

Fuente: ELABORACIÓN PROPIA en base al MECON.

Gráfico 6: El superávit primario del SPN en 1999/2006 y dos escenarios para 2007/2009 (con y sin ajuste)



Fuente: ELABORACIÓN PROPIA en base al MECON.

Incrementar drásticamente el superávit primario en 2007, haciéndolo subir de \$23,000 MM a \$40,500 MM no parece una tarea sencilla, pero tampoco es imposible; implica un cambio de orientación de política fiscal, al hacer crecer el gasto más lentamente que los ingresos tributarios. Con una recaudación creciendo al 30% interanual, el superávit primario de este año podría ascender a \$40,500 MM si el gasto corriente creciera un 24.2% y el gasto de capital 11.0%, es decir, si el gasto primario aumentara un 24.6% (ver cuadro 2).

Cuadro 2. Cómo incrementar el superávit primario de 2007

En millones de pesos				
Concepto	2007 con reducción del gasto	2006 Realizado	Dif. Abs 2007-2006	Variación 2007/2006
I) INGRESOS CORRIENTES	208,420	158,598	49,822	31.4%
INGRESOS TRIBUTARIOS	161,852	124,502	37,350	30.0%
CONTRIB. A LA SEG. SOCIAL	37,489	25,776	11,713	45.4%
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	9,079	8,320	759	9.1%
II) GASTOS CORRIENTES	161,394	129,968	31,426	24.2%
III) RESULTADO ECONÓMICO (I - II)	47,026	28,630	18,396	64.3%
IV) RECURSOS DE CAPITAL	137	276	-139	-50.4%
V) GASTOS DE CAPITAL	18,200	16,404	1,796	10.9%
VI) GASTO PRIMARIO	168,053	134,824	33,229	24.6%
VII) RESULTADO PRIMARIO	48,973	28,046	20,927	68.5%

Fuente: ELABORACIÓN PROPIA en base al MECON.

Además, dado que no todo el superávit primario del SPN pertenece al Tesoro Nacional, el mismo no puede ser aplicado en su totalidad a la intervención en el mercado cambiario para la compra del excedente de oferta de dólares. Por ejemplo, este año, sólo el 77% del superávit primario pertenecería al Tesoro y, por lo tanto, solo ese porcentaje es el que estaría disponible²¹ para ser utilizado en la intervención cambiaria. Por su parte, el 23% restante correspondería a la ANSES y a otros organismos de la Administración Nacional (AFIP por ejemplo), por lo que si el Sector Público quisiera utilizar dichos fondos, debería pedirlos prestados entregando a cambio un nuevo título de deuda a la ANSES y otros organismos de la Administración Nacional.

La política fiscal expansiva de la actual administración que, buscando estimular la demanda agregada para alcanzar altas tasas de crecimiento deteriora el superávit primario y acrecienta las presiones inflacionarias, termina disminuyendo el tipo de cambio real, uno de los pilares fundamentales del modelo económico vigente. Para que este modelo sea sostenible en el largo plazo, la política fiscal debería tener carácter contra cíclico y el superávit primario nominal debería crecer considerablemente. Por otra parte, a partir del momento en que nuestro país perdió el acceso fluido al mercado internacional de capitales, la acumulación de excedentes de caja pasa a ser una de las principales claves del éxito. Igualmente relevante son las señales de largo plazo respecto a la sustentabilidad en el tiempo de nuestro superávit fiscal. Cuestiones claves como la viabilidad de nuestra estructura tributaria y del sistema fiscal federal, deberían pasar a ocupar lugares preponderantes en la agenda del Gobierno.

²¹ Estamos dejando de lado el resto de las obligaciones a cargo del Tesoro que son abonadas con superávit primario. En realidad, en 2007 el Tesoro sólo intervendría comprando aproximadamente USD2,000 MM. Todo el resto de la intervención cambiaria estaría a cargo del BCRA.