

## Newsletter INSECAP UCES

### Facultad de Ciencias Económicas

#### RESUMEN EJECUTIVO

Uno de los aspectos centrales del boletín de este mes pasa por el debilitamiento que ha comenzado a mostrar, desde algunos meses, el consumo local. Hasta aquí la base de sostén de toda la economía, las ventas en el comercio y algunos servicios han comenzado a debilitarse, pese al incremento de los salarios igualando a la inflación anual. Las ventas en rubros básicos, como alimentos y bebidas y el uso de telefonía celular son algunas de las pocas áreas de consumo que aún mantienen un ritmo de crecimiento similar al de 2011. En cambio, los pequeños comercios y las grandes cadenas, en el resto de los rubros, muestran un debilitamiento general, agravado en agosto y septiembre últimos.

La industria es la cara opuesta, con un halo de recuperación hacia el final del año, luego de un segundo y tercer trimestre malos. Sin embargo, la inversión sigue sin recuperar posiciones y cayó 8% de forma anual en septiembre, acumulando una reducción de 8,5% en lo que va del año, aunque el ritmo de desaceleración es menor que el que se registró durante el segundo trimestre del año, cuando cayó 17%. Tanto las estimaciones privadas como las que realiza el INDEC registran una suba de la actividad económica nacional a partir del final del tercer trimestre. Indec registra un incremento de 1,4% en agosto, mientras que las estadísticas privadas hablan de una recuperación moderada, de 1%, a partir de septiembre.

#### Temas Locales

- El consumo en la última parte del año.
- Análisis del mes: la reforma del mercado de capitales. Descripción y análisis.

#### Temas Internacionales

- Panorama internacional del mes.

La realidad regional es bien distinta. Al parecer, si bien es cierto que mostraron un crecimiento más moderado a lo largo de los años anteriores, durante el final de este año y a lo largo de 2013, otros países latinoamericanos como Brasil, Chile y México mostrarán un nivel de crecimiento mayor que el argentino, que se ubicará en un tercer pelotón por debajo de estos países y de China e India (al respecto ver panorama internacional).

A nivel internacional Estados Unidos muestra una continuidad en los buenos resultados de los indicadores económicos, que podrían afirmar una recuperación moderada pero apuntalada. Sin embargo, cabe esperar qué sucederá con la elección presidencial, que, de triunfar Romney, podría deparar un giro en la política expansionista actual. Por su parte, Japón se ubica en una senda similar en tanto que el lado opuesto sigue siendo ocupado por la falta de señales de recuperación en el continente europeo. A los pésimos datos de las economías en crisis (España acumuló un nuevo record de desempleo y Grecia espera una caída mayor de su economía para 2013) se suma la debilidad de Francia y Alemania. Esta última podría entrar técnicamente en recesión a partir de la publicación de los próximos datos oficiales de actividad.

Por último, se destaca la reforma en el marco legal del mercado de capitales argentino, que busca promover la participación de individuos y empresas en un mercado especialmente poco desarrollado, a la vez que se acomoda a algunas de las actualizaciones internacionales en materia de regulación. Esta reforma puede tener consecuencias de relevancia en la configuración futura de la inversión y el financiamiento local, un tema que se viene mostrando como una limitación para el sector privado a partir de 1975 en la Argentina. Por esta razón, desde el *newsletter* de INSECAP analizamos los principales rasgos del proyecto que ha impulsado el ejecutivo.

# Temas Locales

## El consumo en la última parte del año

Los datos del consumo interno continúan mostrando, en términos generales, una tendencia a debilitarse durante los últimos meses. La evolución no es homogénea, aparecen distintas trayectorias según el rubro comercial del cual se trate. Sin embargo, se nota un debilitamiento general respecto de los valores del primer semestre del año, algo opuesto a lo que ocurre con la actividad industrial que tuvo un desempeño bajo en el segundo trimestre y comienza a recuperarse hacia el final del año. El consumo fue el sostén de la economía a lo largo de 2012, ante una industria que mostró una caída a nivel general, afectada por la reducción de la demanda externa. La pérdida de vigor en las ventas de los distintos rubros comerciales preocupa de cara a la posible mejora de la actividad durante 2013, aún ante un cierre de paritarias que volvió a ubicarse por sobre la inflación, indicando un posible signo de agotamiento de la fórmula económica. Si bien se espera una recuperación en el nivel de ventas de los comercios para los próximos meses, aún no se verifica un cambio de la tendencia.

El rubro comercial líder a lo largo del año fue la venta de productos básicos, en el cual los grandes y pequeños supermercados mantuvieron un alto nivel de ventas, de alrededor entre 5% y 7% por encima de los valores de 2011, a precios constantes. Esto surge de la información que publica INDEC a nivel nacional y FEBA en los supermercados de la Provincia de Buenos Aires, que arrojan una suba acumulada de 26,3% en términos corrientes (INDEC) y de 3,2% en términos constantes a nivel de la provincia de Buenos Aires (FEBA). El ritmo de crecimiento a nivel nacional es similar al que había tenido lugar en 2010 y 2011.

De forma similar, las ventas en *shoppings* (centros de compra) muestran una suba a valores constantes (al respecto ver cuadro), aunque su ritmo de crecimiento es sustancialmente menor que el de 2010 y 2011, en los cuales estas se habían incrementado 32,8% y 37,5% respectivamente. Sin embargo, en agosto las ventas en el sector crecieron 35,4% respecto de los valores del año pasado, recuperando la fortaleza que habían perdido a partir de abril de este año, cuando la actividad comenzó a enfriarse.

En contraste, buena parte de los indicadores de la actividad comercial nacional han mostrado retrocesos importantes a lo largo del año, con fuertes caídas durante los últimos meses. Las bajas más importantes tuvieron lugar en el consumo de mayor costo, entre los que se ubican los automóviles y los hogares. La venta de automóviles, en unidades, cae 5,3% en lo que va del año y tuvo una baja fuerte en septiembre, de 25,1%. A la vez, la cantidad de escrituras realizadas caía a mayo 10,6%, momento en que se discontinuó la publicación estadística por parte de la inmobiliarias, un rubro fuertemente afectado por la repentina política de cierre a la compra de dólares. Sin embargo, se constata que los permisos de nuevas viviendas cayeron 20,3% en forma anual en agosto y acumulan una baja de 9,5% en lo que va de este año.

No fueron las ventas en estos rubros las únicas que mostraron bajas, sino que las ventas en pequeños y medianos comercios medidas en cantidades por la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) cayeron 4,6% en septiembre y acumulan una baja de 3% en el año, registrando una disminución en las ventas en los 22 rubros comerciales medidos.

Asimismo, el gasto de los turistas extranjeros en el país cayó fuertemente durante todo el año, alcanzando en agosto una baja anual de 7,9%, con una tendencia a la baja en los últimos meses. Esto se contrapone con lo que sucede con el turismo interno, que en los primeros 7 meses del año creció 6%.

En contraste, la demanda de servicios públicos arroja una suba acumulada de 8,1%, en donde el uso de energía eléctrica, gas y agua tuvo un aumento anual moderado de 2,7%. En cambio, el mayor incremento lo tuvo el uso de la telefonía celular (+ 19%) seguido

del uso de transporte de pasajeros (+ 6,2%), mientras que el transporte de carga cae en 3,6% respecto del nivel del año pasado.

Por último, la recaudación de IVA se muestra en un nivel de crecimiento similar al del aumento de precios y viene mostrando una tendencia a la caída durante los últimos meses (en septiembre tuvo un incremento anual a precios corrientes de 17,2%, por lo que se puede estimar, a partir de la inflación que publican los departamentos de estadística de las provincias, una caída anual en las ventas sujetas al impuesto en alrededor de 4 puntos).

Principales indicadores de consumo de Argentina

Indicador	Período	Último	Año anterior	Variación acumulada 2012	Tendencia
Demanda de servicios públicos (ISSP) (2004 = 100)	Agosto	229,4	216,5	8,1%	Negativa
Ventas de automóviles 0 km	septiembre	65.661	83.072	-5,3%	Negativa
Ventas minoristas en cantidades (CAME)	septiembre	-4,6%	6,1%	-3,0%	Negativa
Recaudación IVA (\$ millones corrientes)	septiembre	16.787	14.323	22,0%	Negativa
Ventas en casas de electrodomésticos (\$ millones corrientes)	junio	1.998	1.579	20,1%	Negativa
Transferencias inmobiliarias (cantidad)	Mayo	7.201	8.497	-10,6%	Negativa
Gasto turismo extranjero (u\$s millones)	Agosto	219,4	271,6	-7,9%	Negativa
Ventas en centros de compra Gran Buenos Aires (\$ millones corrientes)	Agosto	1.581	1.168	24,9%	Estable
Ventas en supermercados (\$ millones corrientes)	septiembre	8.753	6.810	26,3%	Positiva

Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de INDEC, ADEFA y CIA

## Análisis del mes: la reforma del mercado de capitales. Descripción y análisis

Fuente primaria: delconsultores y elaboración propia.

El proyecto de ley de reforma del mercado de capitales que ha preparado el Poder Ejecutivo y que comenzó a corporizarse en el debate público con fuerte relevancia durante los últimos días reemplazaría, de promulgarse, a la ley 17.811, que data de 1968, y a sus normas complementarias. Su espíritu se basa en dos cuestiones fundamentales: por un lado apostar, mediante la apertura del juego a nuevos actores, a profundizar el mercado de capitales, que en la Argentina posee un tamaño especialmente pequeño en relación con la magnitud de su economía; por otro, adecuarse a los cam-

bios que están teniendo lugar en la legislación regulatoria de buena parte del mundo, en concordancia con las definiciones que realizó el G-20 en 2008 en pleno surgimiento de la crisis, con la promulgación de la ley estadounidense "Dodd-Frank" y de las directivas que ha venido dictando la Unión Europea durante los últimos años. Por otra parte, el proyecto se entronca con la ley que ha reformado la Carta Orgánica del BCRA.

El mercado de capitales nacional no cumple un rol como catalizador de la economía real. Posee un volumen de negociación muy bajo, en comparación con los que existen en otros países en desarrollo. A la vez, existe un fuerte desconocimiento tanto por parte de los individuos, para invertir en bonos del sector público o privado, como de empre-

sas, en especial de las pymes, para fondearse mediante oferta pública. Por estas razones, muchas empresas y organismos no acceden a un financiamiento a menores tasas respecto de las que consiguen en el mercado bancario y no bancario (en el que entran en juego financieras, créditos personales, etc.), mientras que los individuos no

obtienen en el sistema bancario las opciones y tasas que podrían conseguir acudiendo a un mercado de capitales más completo. La ley que circula busca incrementar la cantidad de intermediarios operando, apuntando a que esto ayude a mejorar la información disponible, buscando acercar a individuos y empresas al mercado de capitales.

#### Desarrollo escaso del mercado de capitales argentino



Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de World Federation of Exchanges para 2010

Si bien al momento de cierre de este informe no se encontraba disponible la versión definitiva, nos es posible realizar un análisis a partir del texto volcado en el borrador de la ley que ha sido anunciada el reciente 22 de octubre.

El proyecto de ley es bastante extenso y posee numerosas definiciones importantes. En buena medida el texto toma elementos de normas dispersas ya existentes y los aúna en esta nueva ley, aunque también realiza algunas modificaciones sustanciales en la regulación actual, apuntando a dar un giro en la fisonomía actual del mercado de capitales argentino.

La novedad más trascendente es la derogación del sistema de autorregulación, contenido en la ley vigente actualmente, que otorga facultades exclusivas a los merca-

dos para autorizar y sancionar a los agentes. La autorregulación de los mercados de capitales está actualmente perdiendo valor en todo el mundo. Su origen se encuentra en el nacimiento de las bolsas como organizaciones profesionales privadas, en algunos casos con anterioridad a la conformación de los Estados Nacionales. La reputación de estas organizaciones fue perdiendo lugar a partir de varios escándalos vinculados con las fallas en los sistemas de control entre pares.

Con el proyecto de ley actual, los agentes de bolsas y los mercados serán registrados, fiscalizados y sancionados por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Por otra parte, para operar en el mercado de valores ya no será necesario poseer una acción (hasta ahora para poder acceder como operador de bolsa una agencia debe comprar una

acción del Mercado de Valores de Buenos Aires, cuya última transacción se fijó en \$5 millones). De esta manera, podría proliferar una mayor cantidad de intermediarios en el mercado.

Los mercados continúan teniendo algunas facultades de reglamentación, aunque con el proyecto la CNV posee prerrogativas concurrentes. Los mercados podrán fijar libremente derechos y aranceles, aunque los valores máximos serán fijados por la CNV, a diferencia de lo que sucede actualmente, en donde el establecimiento de los mismos es libre.

El proyecto tiene además algunas disposiciones trascendentes sobre el manejo de la información. Los agentes de bolsa deben guardar secreto de las operaciones, pero los datos podrán ser requeridos por los organismos de control, sean la CNV, el BCRA, la SSN, la UIF o la AFIP. De esta forma, aumentan las facultades de los reguladores financieros para el intercambio de información. Por otra parte, la negación a proveer información ante una investigación formal constituye, con la ley, una presunción en contra del sujeto investigado.

Por su parte, la creación de instrumentos financieros continúa siendo libre, por lo que la CNV no puede negar cotizaciones por razones de conveniencia. Esto busca evitar una mala señal al mercado en términos de seguridad jurídica.

La regulación pública se mantiene dividida en tres autoridades (valores, bancos y seguros), a diferencia de lo que ocurrió en otros países, que han unificado las tareas de supervisión en un solo organismo. Sin embargo, se realizan modificaciones en la habilitación que ganan los organismos de control para compartir información confidencial.

Otro aspecto importante es el que hace al accionar de las calificadoras de riesgo. El proyecto dispone la posible inscripción de las universidades públicas y privadas como calificadoras. La participación de las universidades busca dar una solución, al menos parcial, al problema que se plantea con las malas calificaciones que realizan las agencias actuales (que en parte fueron culpables de la generación de la crisis de las hipotecas *subprime* y de otros acontecimientos, entre los que se encuentra la baja calificación que poseen los bonos del Estado argentino, la cual contribuye a elevar el riesgo país por sobre los valores de todo el resto de la región). En este sentido, las calificadoras de riesgo poseen un conflicto de intereses en su funcionamiento, a partir de que los calificados, con su interés por obtener calificaciones más altas (y así conseguir menores tasas o mayores volúmenes) son aquellos que pagan las cuentas de quienes ponen la nota. La apertura a la participación de las universidades supone una eliminación de este conflicto de intereses.

# Temas Internacionales

## Panorama internacional del mes

El progreso de la actividad económica mundial reviste actualmente una gran importancia para la economía local de cara a una posible reactivación en la producción para el año que viene. En particular, adquiere relevancia ante la reaparición de la restricción interna, la disminución notable de las nuevas inversiones extranjeras en el país (descontando la retención de utilidades, producto del cepo a la remisión) y la importancia que adquirió durante la última década el comercio exterior para la estructura productiva nacional (*entre 1998 y 2011 el comercio total –exportaciones más importaciones– como porcentaje del PBI se incrementó 71%*). En este sentido, durante el mes de octubre comenzaron a tomar fuerza las tendencias que venían siendo previstas durante la primera parte del año por la mayor parte de los analistas mundiales y que fueran comentadas en los boletines anteriores de INSECAP.

Estas tendencias marcan: una recuperación moderada pero firme de la economía de los Estados Unidos hacia el último trimestre del

año y durante todo 2013; una recuperación de la economía japonesa luego de la catástrofe y de los primeros impactos que le azotó la crisis internacional; una recuperación de la actividad de China y de la mayor parte de los países emergentes y una situación complicada para las economías europeas, en las que incluso Alemania, la economía más fuerte, comienza a mostrar signos de debilidad en la actividad. Los indicadores publicados a lo largo del mes comenzaron a confirmar estas expectativas. Se perfila un 2013 en el que la economía de la Unión Europea continúe en contracción, de 0,7%, en tanto que el crecimiento mundial seguirá liderado por los países periféricos (fundamentalmente China, India y Rusia) que recuperan su ritmo de crecimiento a partir del tercer trimestre del presente año. Los países latinoamericanos tienen una perspectiva de crecimiento intermedia, liderados por México, Brasil y Chile, en tanto que la Argentina muestra una desaceleración más importante para el ritmo económico en este año y el que sigue, ante la desaceleración del impulso del consumo local (al respecto ver parte consumo doméstico).

### Indicadores macroeconómicos mundiales y expectativas

	Crecimiento (%)		Balance Fiscal (% del PBI)		Deuda/PBI	
	2012	2013*	2012	2013*	2012	2013*
	<b>Mundo</b>	2,5	2,6	-4,5	-3,7	82
<b>Países centrales</b>	1,2	0,9	-6,0	-4,9	112	115
<b>Estados Unidos</b>	2,1	1,6	-8,3	-7,0	106	110
<b>Japón</b>	1,5	1,6	-10,7	-8,1	237	243
<b>Eurozona</b>	-0,4	-0,7	-3,3	-2,7	93	93
<b>Alemania</b>	1,1	0,6	-0,2	-0,3	84	83
<b>Francia</b>	0,0	-0,2	-4,3	-3,6	92	96
<b>España</b>	-1,5	-2,4	-8,2	-6,4	89	98
<b>Grecia</b>	-7,2	-7,3	-9,1	-7,7	175	189
<b>Países periféricos</b>	4,7	5,3	-2,0	-1,9	33	33
<b>China</b>	7,7	7,6	-2,4	-1,5	16	16
<b>India</b>	5,4	6,2	-8,5	-8,0	69	69
<b>Argentina</b>	2,3	3,0	-2,8	-3,0	38	39
<b>Brasil</b>	1,4	3,9	-2,6	-2,4	54	55
<b>México</b>	3,9	3,6	-2,2	-2,0	40	38

Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de FMI y OCDE

Durante el mes se conocieron buenos datos de la economía de Estados Unidos, claves para una parte del electorado que está atenta a la evolución económica, ante la elección presidencial próxima a realizarse. Los datos del PBI (creció 2% en el 3° trimestre), la generación de empleos, el mercado de viviendas, las ventas minoristas y el sentimiento del consumidor mostraron subas por sobre lo esperado. En línea con esto, el desempleo pasó de 8,1% a 7,8% y Obama remarca, como un logro alcanzado, el hecho de que desde 2009 se han creado más de 4 millones de nuevos empleos. Sin embargo, las principales empresas que operan en ese país revisaron levemente hacia la baja sus perspectivas para el último trimestre del año. De todas formas, se espera (*ceteris paribus*) que durante el año que viene Estados Unidos logre comenzar a dejar atrás los problemas que se originaron con la crisis y apunte al crecimiento y la reducción del desempleo. El nuevo estímulo que anunció la FED contribuye en alguna medida en este sentido. En este orden, cabe aguardar cuáles serán los giros en la política económica, en caso de triunfar Romney, que podrían tornar hacia otra dirección la senda actual de recuperación moderada estadounidense.

En una línea parecida, el gobierno de Japón (país de fuerte relevancia sobre la demanda

norteamericana y China) anunció la ampliación de los estímulos monetarios actuales, para apuntalar el crecimiento y frenar la deflación. En tanto que revisó a la baja el crecimiento para este año, anunció la ampliación del programa de compra de activos llegando hasta los u\$s 146.000 millones y el establecimiento de un marco de referencia para los prestamos de largo plazo con bajo interés para instituciones financieras, de manera de aumentar la demanda de crédito.

En contraste, Europa Occidental, con excepción de Inglaterra (salió de la recesión influida por los ingresos de los juegos olímpicos), sigue mostrando una alta debilidad y sus perspectivas para el año que viene son igual de magras. El sector manufacturero de la Eurozona marcó su 15° mes consecutivos de contracción. Por otra parte, España alcanzó un nuevo desempleo record, superando la barrera del 25% de la población económicamente activa, y su economía se contrajo en el 3° trimestre en 0,4%. En tanto, el desempleo en Alemania se mantuvo estable en el 6,9% pero su nivel de actividad volvió a caer en octubre (según las estadísticas del sector privado) y podría entrar técnicamente en recesión cuando se publiquen los datos oficiales.

### Principales indicadores recientes de EE. UU.

Area	Indicador	Período	Ultimo dato	Dato anterior	Tendencia
	PBI (var. %)	3° trim	1,3	2,0	positiva
	Indicadores líderes (var. %)	septiembre	0,6	-0,4	positiva
Macroeconómicas	Balanza comercial	agosto	-44.200	-42.500	negativa
	Ventas automotrices (miles)	septiembre	5.300	5.300	estable
	Tasa de desempleo (%)	septiembre	7,8	8,1	positiva
Empleo	Variación empleo PyME	septiembre	162.000	189.000	positiva
	Confianza del consumidor	septiembre	70,3	61,3	positiva
Demanda	Ingresos personales (var. %)	septiembre	0,4	0,1	positiva
	Gastos personales (var. %)	septiembre	0,8	0,5	positiva
Oferta	Uso de la capacidad instalada (%)	septiembre	78,3	78,0	positiva
	Producción industrial (var. %)	septiembre	0,4	-1,4	positiva
Construcción	Venta de casas nuevas	septiembre	389.000	368.000	positiva
	Construcciones permitidas	septiembre	894.000	801.000	positiva

Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de www.researchfortraders.com

*Editor Responsable*

**Dr. José Basso**

**Staff**

**Instituto de Economía Aplicada**

Director: Mariano de Miguel

**Economista Coordinador**

Diego Coatz

**RESPONSABLES BOLETÍN**

Gustavo Ludmer, Julián Hecker

**Economistas**

Enrique Aschieri, Demián Dalle, Sergio Woyecheszen

**Asistente de Investigación**

Joaquín Escardó

**Facultad de Ciencias Económicas**

Decano: Dr. José Basso

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina

Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144

<http://www.uces.edu.ar/>

*Es una publicación periódica de INSECAP*