CONTEXTO

Entrega Nº 1.174

Feb. 6, 2012

La “newsletter” de Juan Carlos de Pablo

COMO LO VEO

Verano caliente, y no precisamente por la temperatura ambiente. Comienzan a llegar a los hogares las facturas de luz, gas y agua; SUBE o no SUBE aumentará el viaje en ómnibus; la sequía no cede. Decidido que el dólar oficial se seguirá atrasando en términos de los precios internos bien medidos, el Poder Ejecutivo inauguró el funcionamiento de las DJAI. Cargue las pilas porque el año que arrancó pinta cualquier cosa menos aburrido.

CLAVES

- Ene.12/ene.11, producción de autos cayó 10,5%; exportación disminuyó 27,7% (a Brasil 35,5%); ventas a mercado interno subieron 8,6%.

- Moyano sabe que si se queda quieto la aplanadora le va a pasar por encima. Actúa en consecuencia.

- Moreno quiere reemplazar a Venezuela por Angola, como proveedor de petróleo.

- EEUU. En enero la tasa de desocupación cayó a 8,3%. Bernanke: “reactivación es frustrantemente lenta”.

ME PREGUNTO

¿Por qué el Poder Ejecutivo, además de arruinar a YPF, encima quiere reestatizarla? ¿No es suficiente con la reciente experiencia de Aerolíneas Argentinas?

SEMAFOROS

ROJO

☹ Giorgi y Kicillof prepararán información empresaria detallada, para intervenir cuando no haya acuerdos salariales. ¿Qué?

AMARILLO

😐

VERDE

☺

EN ESTA ENTREGA

- Como lo veo
- ¿En base a qué, aumentos salariales?
- Recaudación. ¿Cuánta reactivación y cuánta inflación?
- Energía, resultados de una política
- Relevancia de los teoremas Modigliani-Miller
- Warren Joseph Samuels

DEL “PENGUIN DICTIONARY OF MODERN HUMOROUS QUOTATIONS”

“Tacto social implica hacerle sentir a su amigo que se sienta en casa, cuando en realidad uno desearía que estuviera en la suya”. Anónimo.

Director: Juan Carlos de Pablo – Prohibida su reproducción total o parcial
Suscrip. e informes: Av. Pte. R. Sáenz Peña 852 – 4º – 1035 – Cap. Fed.
Tel–Fax: 4328-9413 / 9563; 4394-0337 – E-mail: depablo@speedy.com.ar

CONTEXTO; Entrega N° 1.174; Febrero 6, 2012

COMO LO VEO

"El hecho de que los cambios drásticos, tanto en el funcionamiento como en la teoría del mercado cambiario, hayan coincidido con grandes guerras o fuertes calamidades económicas, debería ser objeto de análisis".

(Fuente: Einzig, P.: The history of foreign Exchange, Macmillan, 1962).

Verano caliente, y no precisamente por la temperatura ambiente. Comienzan a llegar a los hogares las facturas de luz, gas y agua; SUBE o no SUBE aumentará el viaje en ómnibus; la sequía no cede. Decidido que el dólar oficial se seguirá atrasando en términos de los precios internos bien medidos, el Poder Ejecutivo inauguró el funcionamiento de las DJAI. Cargue las pilas porque el año que arrancó pinta cualquier cosa menos aburrido.

Arrancaron las DJAI

En el primer día de operatoria de las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI), la AFIP recibió 3.228 solicitudes, por parte de 1.295 importadores, por un monto total de u$s 438,4 M. (u$s 136.000 de promedio). Aprobó 446 solicitudes, es decir, 13,8% del total, con un promedio por operación de u$s 25.300 (¿se autorizan primero a las más chicas?).

Jubilaciones aumentan 17,62% desde marzo

En marzo próximo las jubilaciones aumentarán 17,62%, sobre los niveles de setiembre de 2011, cuando habían aumentado 16,82% sobre los niveles de marzo de 2011. Lo cual implica que entre marzo de 2011 e igual mes de 2012, en términos nominales las jubilaciones subirán 37,4%. ¡Más que la inflación, bien medida!

Aumentos dispuestos con 2 decimales constituyen una paquetería. Surgen de una fórmula, que dispone las modificaciones en base a la interacción de varias variables.

¿Por qué Aerolíneas Argentinas transportó menos pasajeros en 2011?

"Si a un loro le enseñamos a repetir oferta y demanda lo que tendremos será un economista", ironizó George Bernard Shaw. Razón no le falta porque frente a casi cualquier cuestión, una de las primeras cosas que nos preguntamos los discípulos de Adam Smith es si estamos delante de una cuestión de oferta o de demanda.

En el caso del número de pasajeros de Aerolíneas Argentinas, la explicación que a boca de jarro me surge, frente a la disminución observada en 2011 con respecto a 2010, es que inicialmente se trató de un tema de oferta, que luego pudo haber sido complicado por otro de demanda. Me explico. La cancelación de vuelos, junto al retraso de los que finalmente se realizaron, disminuyeron la cantidad de pasajeros que utilizaron el servicio. Al aumentar estas dificultades los temores de los potenciales pasajeros, probablemente indujeron a algunos de estos a buscar medios alternativos de transporte (otras aerolíneas, ómnibus o autos, etc.). En otros términos, al inicio pudo haber más pasajeros que vuelos disponibles (restricción de oferta), pero luego quizás no todos los aviones volaron completos (déficit de demanda).

57,6 millones de celulares

En un país de 40 millones de habitantes operan 57,6 millones de celulares, de manera que en promedio cada argentino –incluyendo los recién nacidos, y también los centenarios- posee 1,5 celulares (¿quién tiene el mío, dado que yo no uso?).

Notable ejemplo del vigor del cambio tecnológico. Cuando en 1990 se privatizó ENTEL la telefonía celular era una curiosidad, y en pocos años desplazó casi por completo a la telefonía fija.

¿Y entonces?

Me plantean demasiadas preguntas, para esta época del año. Señal de fuerte inquietud, por parte de los decisores.

No nos enredemos con la nomenclatura. Todo lo que se está viendo en política económica deriva de la creciente preocupación fiscal (la recaudación dejó de crecer interanual 35%, para subir 29%) y de la decisión –incomprensible desde el punto de vista ideológico y visceral, por parte de este gobierno, pero entendible desde el punto de vista decisorio- de que el dólar en el segmento oficial del mercado de cambios, aumente menos que los precios internos bien medidos. Ergo, mayor presión importadora, ergo DJAI.

Arranca un año con los empresarios entretenidos llenando formularios para importar, y preocupados por el nivel de actividad económica esperado para este año. Cómo estarán las expectativas que muchos de ellos hoy firmarían un contrato que les prometiera que el volumen de ventas de 2012 no será inferior al de fines de 2011, aunque no aumente nada durante el año en curso.

¡Animo!

CONTEXTO; Entrega N° 1.174; Febrero 6, 2012.

¿EN BASE A QUE, AUMENTOS SALARIALES?

Que los analistas políticos se concentren en el cruce de espadas entre Cristina Fernández de Kirchner y Hugo Moyano. El cual focaliza la cuestión en la nomenclatura (los otros países ajustan, nosotros hacemos “sintonía fina”; mientras que para el titular de la CGT “la sintonía fina suena a Menem”, el peor insulto que se le puede plantear a este gobierno, más allá de que el ex presidente vota en línea con el oficialismo).

¿En base a qué habría que acordar los aumentos salariales? Para contestar esta pregunta, primero hay que responder el siguiente interrogante: ¿en base a qué se determinan los niveles salariales? De inmediato contesto esto en el caso de una empresa privada.

Cualquier alumno de microeconomía, partiendo de la maximización de los beneficios de la empresa, concluye que el salario que el empresario está dispuesto a pagar es igual a la multiplicación de la productividad física del asalariado, por el precio al cual se vende el producto al que se le incorporan los servicios laborales.

Ecuación importantísima, porque explicita las 2 condiciones que se necesitan para que el salario no sea cero. Por una parte, que el asalariado realmente aporte servicios laborales, y por la otra, que dicha aplicación se ponga al servicio de un bien por el cual algún otro ser humano esté dispuesto a pagar algo. El campeón mundial de la fabricación de hielo se muere de hambre en la Antártida, de la misma manera que el campeón mundial de la extracción de arena ubicada en el lecho de los ríos, se muere de hambre en el desierto del Sahara. Al tiempo que un vago, o un torpe, no reciben remuneración alguna, por más valiosos que sean los diamantes que se cortan en la empresa donde “trabaja”.

En una palabra, el salario nominal tiene que ver con el valor de la productividad marginal del trabajo.

Pero si esto es así, el aumento del salario nominal tiene que ver con el aumento del valor nominal de la productividad.

Quiere decir que cuando el oficialismo dice que el aumento de los salarios tiene que ver con el aumento de la productividad, está en lo cierto si se refiere al valor nominal, pero esconde una argumentación bajo la alfombra si se refiere al aumento de la productividad física.

Consiguientemente, cuando dentro de algún tiempo representantes de los asalariados y de los empleadores se reúnan para discutir aumentos salariales, obviamente que en términos nominales, tienen que tener en cuenta la tasa esperada de inflación (bien medida) por una parte, y la modificación de la productividad física del trabajo por la otra.

Sobre el primer punto (cuantitativamente el más importante) cada uno tiene su propia estimación y nadie –excepto de la boca para afuera- la que surge del cálculo que realiza el INDEC, referida a la evolución de los precios al consumidor.

Con respecto al aumento de la productividad física, a nivel de empresas individuales se pueden barajar números muy diversos, a nivel de la economía en su conjunto el aumento esperado para 2012 es mínimo, por no decir otra cosa. Me explico: si el nivel de actividad esperado para el año que acaba de iniciarse, es prácticamente el mismo verificado desde mediados de 2011, y durante 2012 se van a registrar algún aumento en la población ocupada y en las inversiones, el aumento de la productividad será nulo, y hasta podría ser negativo.

Lo cual implica que, en el fondo, la negociación salarial se centrará alrededor de la tasa esperada de inflación, y de la capacidad de pago de las empresas.

¡Animo!

POSDATA. Hasta ahora hablé de “los salarios”, pero es bien sabido que no todos los asalariados ganan igual. El Poder Ejecutivo quiere presionar la “moral” de quienes adoptan las decisiones salariales dentro de las empresas, para que achaten la estructura de remuneraciones, publicando la relación salarial que existe entre los gerentes y los empleados. Bien estilo K.

CONTEXTO; Entrega N° 1.174; Febrero 6, 2012.

RECAUDACION. ¿CUANTA REACTIVACION Y CUANTA INFLACION?

Entre enero de 2011 y de 2012 la recaudación impositiva, aduanera y previsional total aumentó 29,6%.

La de ganancias subió 33,6%, la de seguridad social 32,8%, la de derechos de exportación 28,2%, la de IVA 27,8%, la de débitos y créditos en cuenta corriente 22,2%, la de derechos de importación 11,9%.

A la luz de estos números, sostener que el aumento de la recaudación refleja la reactivación económica es un acto de poesía. Porque el referido aumento se explica, básicamente, por el aumento de los precios a los cuales se realizan las transacciones.

Cálculo realizado en la parte posterior del sobre (lo que en inglés se denomina “back of the envelope calculation”): si el aumento nominal fue de 29,6% y la tasa de inflación (según Graciela Bevacqua) fue de 21,8%, la reactivación económica explica el restante 6,4%. En buen romance, 80% del aumento de la recaudación se debió a inflación, 20% a reactivación.

El dato más importante, desde el punto de vista de la política económica, es que desde mediados de 2011 la recaudación viene creciendo apreciablemente menos que antes (digamos, de una variación interanual de alrededor de 35%, pasó a otra inferior a 30%), y consiguientemente hay que aplicar… la sintonía fina.

¡Animo!

RECAUDACION TRIBUTARIA. ENERO DE 2012. (1)

en millones de pesos

Concepto	Ene. '12	Ene. '11	Dif. % Ene. '12/ Ene. '11	Dic. '11	Dif. % Ene. '12/ Dic. '11
Ganancias	9.501,8	7.110,8	33,6	10.003,3	(5,0)
Ganancias DGI	9.080,7	6.712,8	35,3	9.589,0	(5,3)
Ganancias DGA	421,1	398,0	5,8	414,3	1,6
IVA	15.133,2	11.837,3	27,8	13.834,2	9,4
IVA DGI	11.086,4	8.150,2	36,0	8.980,2	23,5
Devoluciones (-)	350,0	500,0	(30,0)	370,0	(5,4)
IVA DGA	4.396,8	4.187,1	5,0	5.224,0	(15,8)
Reintegros (-)	350,0	400,0	(12,5)	650,0	(46,2)
Internos Coparticipados	1.071,2	1.004,6	6,6	1.051,8	1,8
Ganancia Mínima Presunta	89,0	91,9	(3,1)	128,7	(30,8)
Otros coparticipados	110,0	83,5	31,7	109,5	0,4
Derechos de Exportación	4.622,2	3.605,3	28,2	4.005,9	15,4
Derechos de Importación y Otros	1.241,6	1.110,1	11,9	1.367,6	(9,2)
Combustibles Ley 23.966 - Naftas	764,6	516,5	48,0	982,6	(22,2)
Combustibles Ley 23.966 - Otros	160,8	136,7	17,6	602,8	(73,3)
Otros s/combustibles (2)	229,7	207,5	10,7	928,4	(75,3)
Bienes Personales	119,5	107,2	11,5	581,8	(79,5)
Créditos y Débitos en Cta. Cte.	3.253,5	2.661,8	22,2	3.399,1	(4,3)
Otros impuestos (3)	570,6	397,7	43,5	976,3	(41,6)
Aportes Personales	6.432,8	4.674,0	37,6	4.640,0	38,6
Contribuciones Patronales	9.334,2	6.973,6	33,9	6.605,6	41,3
Otros ingresos Seguridad Social (4)	591,3	783,4	(24,5)	612,2	(3,4)
Otros SIPA (-)	32,1	134,6	(76,2)	267,0	(88,0)
Subtotal DGI	25.711,5	18.979,6	35,5	26.141,2	(1,6)
Subtotal DGA (5)	10.806,2	9.491,3	13,9	11.180,7	(3,3)
Total DGI-DGA	36.517,7	28.470,9	28,3	37.321,9	(2,2)
Sistema Seguridad Social	16.326,3	12.296,3	32,8	11.590,8	40,9
Total recursos tributarios	**52.844,0**	**40.767,3**	**29,6**	**48.912,8**	**8,0**
Clasificación presupuestaria	**52.844,0**	**40.767,3**	**29,6**	**48.912,8**	**8,0**
Administración Nacional	23.182,4	18.136,3	27,8	23.337,3	(0,7)
Contribuciones Seguridad Social (6)	15.647,2	12.073,5	29,6	11.109,0	40,9
Provincias (7)	12.411,8	9.586,2	29,5	12.347,2	0,5
No Presupuestarios (8)	1.602,6	971,2	65,0	2.119,3	(24,4)

(1) : No se contabilizan, por no ser recaudados por la AFIP, el Fondo Especial del Tabaco, los fondos de energía eléctrica, el impuesto sobre Pasajes Aéreos, las cajas previsionales de las Fuerzas Armadas y de Seguridad y las Asignaciones Familiares Compensables.

(2) : Incluye Imp. s/Gas Oil y GLP (Ley N° 26.028), Imp s/Naftas y GNC (Ley N° 26.181) y Recargo al Consumo de Gas (Ley N° 25.565).

(3) : Incluye Internos s/Seguros, Adicional s/Cigarrillos, Radiodifusión, Entr. Cine, Monotributo Impositivo y Facilidades de Pago Dtos. 93/00, 1384/01 y Resol. Grales. 1966/05 y 1967/05 pendientes de distribución.

(4) : Incluye Monotributo Previsional y regímenes de regularización para trabajadores autónomos y monotributistas (Leyes nro. 24.476 y 25.865).

(5) : Incluye Derechos de Exportación, Derechos de Importación y Otros, e IVA, Ganancias, Internos y Combustibles recaudados por DGA.

(6) : Netas de Asignaciones Familiares Compensables.

30% de Monotributo impositivo, 68,1% del 79% de Combustibles Ley 23.966 Naftas; 14% Ganancias, 6.27% Bs Personales, 6,27% del 11% IVA neto de Reintegros y sumas fijas por Pacto Fiscal y Ganancias.

(8) : Fondo Solidario de Redistribución, Imp. s/Gas Oil y GLP (Ley N° 26.028), Imp s/Naftas y GNC (Ley N° 26.181), Recargo al Consumo de Gas (Ley N° 25.565) y gastos A.F.I.P.

-*- : Porcentaje mayor a 1000.

*** : Cociente entre un número negativo y uno positivo, ambos negativos o denominador cero.

-----: Imposibilidad de calcular el porcentaje por falta de datos.

CONTEXTO; Entrega N° 1.174; Febrero 6, 2012.

ENERGIA, RESULTADOS DE UNA POLITICA

Petróleo. Entre 1998 y 2011 la extracción cayó 31,8%; entre los finales de las décadas de 1990 y 2000 las reservas comprobadas declinaron 18,3%; comparando el promedio 1991-2000, con el promedio 2001-2010, el número de pozos de exploración terminados cayó 50%.

Gas. Entre 2004 y 2011 la extracción cayó 12,8%; entre los finales de las décadas de 1990 y 2000 las reservas comprobadas cayeron 49%.

Saldo comercial energético. Pasó de casi u$s 6.000 M. de superávit en 2006, a u$s 5.000 M. de déficit en 2011.

Esta es la síntesis de la porción estadística de la "carta" que el pasado 22 de diciembre le enviaron a la presidenta de la Nación, 8 ex secretarios de energía de la Nación, pertenecientes no sólo a diferentes gobiernos sino a gobiernos surgidos de diferentes partidos políticos (Emilio Apud, Julio César Aráoz, Enrique Devoto, Roberto Echarte, Alieto Aldo Guadagni, Jorge Lapeña, Daniel Montamat y Raúl Olocco).

Cuando el gobierno explica los problemas energéticos por el aumento de la demanda, derivado de la reactivación económica que se produjo a partir de 2003, está diciendo una parte de la verdad. La otra parte, como muestran los números citados al comienzo de estas líneas, es que también se redujo la cantidad ofrecida.

En economía, como en la vida, la diferencia entre esperado e inesperado es fundamental. El atentado a las Torres Gemelas fue un hecho inesperado; en cambio los números consignados más arriba son una consecuencia directa de la política que este gobierno siguió, con respecto a las tarifas y los precios de los productos que venden las empresas privatizadas o concesionadas durante la década de 1990.

Por eso no hay nada de inesperado en el contenido de la carta escrita por los ex secretarios de energía (tampoco es la primera vez que lo dicen). Desde el punto de vista de los resultados lo dramático es que no haya ninguna novedad, porque quiere decir que se persiste en el error.

Error que, en el plano comercial internacional, nos hizo pasar de un superávit de casi u$s 6.000 M. anuales, a un déficit de alrededor de u$s 5.000 M., ¡en 5 años!

A raíz de los contratos petroleros firmados durante la presidencia de Arturo Frondizi, Argentina sustituyó importaciones y encima consiguió petróleo localmente pagando la mitad del precio internacional. A través de su política de tarifas, el kirchnerismo generó sustitución de importaciones al revés: importamos gas pagando varias veces (¿5?) el precio que se le abona a quien lo extrae localmente.

Producto de las circunstancias, este gobierno –como los otros- tendrá que cambiar su política. Cierto, pero primero lo quiero ver.

No me canso de repetir que la política económica, y sus resultados, nunca se dan en el vacío sino en una circunstancia internacional y en un contexto político específicos. Al respecto la que resulta relevante es la cuestión de la credibilidad de un cambio en la política económica.

Me explico. Si este gobierno dice "está bien, aumentemos fuertemente el precio del petróleo y el gas que recibe quien explora y explota en Argentina", ¿conseguirá inversiones de riesgo? Lo quiero ver. Porque cuando un gobierno es increíble, las mejoras que reciben los integrantes del sector privado son considerados obsequios, pero no señales para inducir cambios en la conducta, vía inversiones, para seguir aprovechando el cambio en el futuro.

Afortunadamente los empresarios son más flexibles que los intelectuales, y ni qué decir que los líderes religiosos. De manera que no es imposible que reaccionen frente a un cambio en las reglas de juego. Pero no se chupan el dedo, con lo cual le van a exigir a este gobierno más de lo que le exigirían a un gobierno creíble. Ejemplo: si el actual gobierno les dijera a los exploradores de petróleo y gas, que busquen y que si lo encuentran lo podrán vender "a precio internacional", ¿qué tendrá que ocurrir, más allá del anuncio, para que comiencen las operaciones de exploración y eventual explotación? A un gobierno increíble se le pide que socialice los gastos –particularmente las inversiones de riesgo-, privatizándose las ganancias… si existen.

Están comenzando a llegar a los hogares las facturas de electricidad, gas y agua, resultantes de la "sintonía fina". Recuerdo que, más allá del shock que les produce a los consumidores, y del impacto que esto podrá tener en las negociaciones salariales, éste es el primer paso para recomponer niveles tarifarios requeridos para encarar inversiones en el sector, pero en serio.

¡Animo!

CONTEXTO; Entrega N° 1.174; Febrero 6, 2012.

RELEVANCIA DE LOS TEOREMAS MODIGLIANI – MILLER

En los últimos meses el Poder Ejecutivo se interesó vivamente por la política de dividendos de algunas empresas privadas, específicamente aquellas cuyas acciones estaban parcialmente en manos de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), y pasaron a manos de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) cuando el sistema fue estatizado en 2008, y también los bancos.

En el primero de los casos la política oficial en materia de dividendos sufrió un significativo viraje, que nada tuvo que ver con la evolución de las referidas empresas. En efecto, los representantes oficiales dejaron de estar a favor de la distribución de dividendos (que antes alentaban para proveerle de fondos a la ANSES), a estar en contra (para disminuir la demanda de dólares, para remesar a los accionistas extranjeros). En el caso de los bancos, el aumento de los requerimientos de capital puede que tenga sentido desde el punto de vista técnico, pero también fue visto con simpatía por los funcionarios, que ahora están obsesionados con la escasez de divisas.

Aunque más no sea de nombre, cada vez que se plantea una cuestión de dividendos, como una de la estructura de los pasivos de una empresa, a los economistas nos afloran los teoremas “Modigliani-Miller”. Por eso, primero sintetizo lo que dicen dichos teoremas, para luego reflexionar sobre el caso argentino actual.

. . .

El italiano Franco Modigliani (1918 – 2003) enseñó en la universidad de Illinois, entre 1950 y 1952; en el Carnegie Institute of Technology, entre 1952 y 1960; en la universidad Northwestern, entre 1961 y 1962; y en el MIT, a partir de 1962 (fue biografiado en **Contexto**; Entrega N° 742; Octubre 28, 2003). Conoció Argentina, en 1985, invitado por la Asociación Argentina de Economía Política.

Por su parte el norteamericano Merton Howard Miller (1923-2000) enseñó en la Escuela de Economía de Londres, en el Carnegie Institute of Technology y en la universidad de Chicago (fue biografiado en **Contexto**; Entrega N° 570; Julio 11, 2000).

Ambos obtuvieron el premio Nobel, pero por separado (Modigliani en 1985, Miller en 1990).

Durante el tiempo que compartieron en el Carnegie Institute of Technology (Miller fue alumno de Modigliani, como Kydland lo fue de Prescott), generaron lo que la literatura denomina "Los teoremas Mo-Mi y Mi-Mo (Modigliani, en Breit y Spencer, 1988). También se los denomina MM.

"En el Carnegie Tech Miller llegó a los teoremas del lado empírico, Modigliani, quien trabajaba en la oficina contigua, lo hizo desde la teoría" (Varian, 1993). Modigliani recordó así el episodio: "uno de los días más productivos de mi vida fue aquel de 1956 cuando consentí que Merton Miller –entonces un tímido joven, ¿puede usted creerlo?- participara en mi curso para graduados que sobre `Moneda y macroeconomía' dictaba en el Carnegie... Las monografías MM [1958 y 1961] son sin dudas las más populares de las que escribí. Estuvieron destinadas a shoquear la entonces popular pero ingenua idea de que algo de deuda en la estructura de capital tenía que reducir el costo de capital, porque la tasa de interés era menor que la relación ganancias-precio de las acciones" (Modigliani, 1988). "Cuando los estudiantes las leen me odian, y con razón. Es que no fueron escritas pensando en los estudiantes" (Modigliani, en Breit y Spencer, 1988).

"Cuando se publicaron, sus conclusiones no podían estar más lejos de las mentes de los profesores de finanzas de empresa... La reacción de la profesión, tanto a la hipótesis del ahorro basado en el ciclo vital, como la MM, fue la misma que frente a otros trabajos de Modigliani. Primero, las conclusiones son calificadas de `contraintuitivas' o, para usar una frase favorita de Franco, `absolutamente locas'. Luego, al reflexionarse, las mismas conclusiones se convierten en `obvias'" (Merton, 1987). "El enfoque de MM fue extremadamente controvertido en su época... Los trabajos de MM incluyeron buena parte de las reservas empíricas que luego la literatura especializada analizó en detalle" (Myers, 1991).

La idea central es que "el valor de mercado de una empresa es independiente de su estructura de capital, y está dada por el valor presente de sus beneficios esperados, apropiados a su clase de riesgo", y que también "el valor de mercado de una empresa es independiente de la política de dividendos" (Kouri, 1986). "En 1990 Merton Howard Miller compartió el premio Nobel en economía con Harry Max Markowitz y William Forsyth Sharpe. Cuando le pidieron a Miller que describiera de manera informal la esencia de los teoremas MM, dijo: "¿Cuál es la diferencia entre cortar una misma pizza en 4 o en 8 porciones?; uno no es más rico cuando pasa dinero de su bolsillo izquierdo al derecho" (The economist, 2000).

. . .

Modigliani y Miller no demostraron la irrelevancia de las políticas de endeudamiento y dividendos sobre el valor de una empresa, sino las condiciones bajo las cuales tales políticas resultaban irrelevantes.

Para los referidos autores, el hecho de que los intereses pagados por las deudas puedan ser deducidos del pago del impuesto a las ganancias, mientras que el retorno al capital propio no, torna relevante cuánto del activo se financia con endeudamiento y cuánto con capital propio.

En el caso de los dividendos, la argumentación a favor de la irrelevancia es un típico caso de arbitraje. Si el tenedor de acciones de una empresa no está de acuerdo con su política de dividendos (por ejemplo: le gustaría recibirlos, pero es un accionista minoritario y la mayoría vota no distribuirlos), el precio de las acciones de la empresa aumentará y él (o ella) podrá vender parte de sus acciones, lo cual sería equivalente a recibir dividendos y que el precio de la acción no hubiera aumentado.

Claro que este argumento funciona para las empresas que cotizan en las bolsas, porque en el resto este mecanismo es mucho más difícil de implementar.

Breit, W. y Spencer, R. W. (1988): "Entrevista", Lives of the laureates, The Mit Press.

Kouri, P. J. K. (1986): "Franco Modigliani's contributions to economics", Scandinavian Journal of Economics, 88, 2.

Merton, R. C. (1987): "In honor of Nobel laureate, Franco Modigliani", Journal of Economic Perspectives, 1, 2, otoño.

Miller, M. H. y Modigliani, F. (1961): "Dividend policy, growth and the valuation of shares", Journal of Business, 34, 4, octubre.

Modigliani, F. (1988): "MM – past, present, future", Journal of economic perspectives, 2, 4, otoño.

Modigliani, F. y Miller, M. H. (1958): "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review, 48, 3, junio.

Myers, S. C. (1991): "Merton H. Miller´s contributions to financial economics", Scandinavian journal of economics, 93, 1.

The economist (2000): "Merton Miller - Obituary", 10 de junio.

Varian, H. (1993): "A portfolio of Nobel laureats: Markowitz, Miller and Sharpe", Journal of economic perspectives, 7, 1, invierno.

CONTEXTO; Entrega N° 1.174; Febrero 6, 2012

WARREN JOSEPH SAMUELS

(1933 - 2011)

Nació en el Bronx, Nueva York. “Tuve la enorme suerte de haber nacido y vivido en Estados Unidos, y de haber sido profesor… Mi padre migró de Lituania, mi madre de Alemania… De mi padre heredé el eclecticismo… Aprendí a hacer mis cosas a mi manera, en parte porque soy hijo único… Probablemente fui un niño judío absorbido por la ética protestante… Mi familia era cultural aunque no teológicamente judía. Me bautizaron pero no asistía regularmente a la sinagoga… Con el tiempo comprobé que podía vivir de manera confortable siendo agnóstico” (Samuels, 1992, 1995).

Estudió en las universidades de Miami y Wisconsin. “Los cursos que tomé en Miami me despertaron mi interés en la historia del pensamiento económico y en la vida profesional… Estudié en Miami porque allí encontré al amor de mi vida y no me lo quería perder… Estudié en Wisconsin por su orientación institucionalista… Habiendo estudiado en Miami y en Wisconsin, economía para mí siempre fue mucho más que enfoque neoclásico… Desde mi época de estudiante, frente a cualquier cuestión pregunté cuáles eran los interrogantes fundamentales… Como corolario de esto utilizo un enfoque multidisciplinario, matricial… Wisconsin, cuando yo estudié, inducía a sus estudiantes a que desarrollaran por sí mismos su personalidad y sus investigaciones” (Samuels, 1992, 1995).

Enseñó en la universidad de Miami y a partir de 1968 en la estatal de Michigan.

“De cada escuela económica aprendí algo. Este principio, que apliqué cuando entre 1971 y 1981 edité el Journal of economic issues, no fue compartida por todos los institucionalistas” (Samuels, 1992). “Fue miembro fundador de la Sociedad de la historia del análisis económico, y su octavo presidente” (Emmett, 2011).

“No me preocupan las cosas que no puedo controlar… Trato de no tomarme a mí mismo muy en serio, aunque tomo en serio mi trabajo… Desde la escuela secundaria aprecié la tensión que existe entre hacer las cosas como a uno le parece que deben ser hechas, y la apreciación de los colegas… Porque soy partidario del individualismo, desconfío de quienes predican el individualismo para algunos, pero no para todos” (Samuels, 1995).

¿Por qué los economistas nos acordamos de Samuels? Porque “fue un eminente historiador del pensamiento económico… Fue uno de los primeros que planteó la disciplina como una porción de la historia intelectual” (Emmett, 2011). También se interesó en el rol que tiene el Estado en la economía, metodología y filosofía de la economía. “Ubicó a la economía institucional en el centro de su carrera profesional. En sus palabras: `luego de la felicidad de mi familia, el objetivo más importante en mi vida fue el de la promoción de la economía institucional como cuerpo sistemático de pensamiento´… Lo que más lo distingue es su notable independencia intelectual y franqueza” (Trebing, 1995).

Es autor de La teoría clásica de la política económica, publicado en 1966; Pareto sobre políticas públicas, publicado en 1974; Gardiner C. Means: institucionalista y poskeynesiano, que viera la luz en 1990; Ensayos sobre la corriente principal de la economía política, publicado en 1992; Ensayos sobre economía política heterodoxa, también publicado en 1992; Ensayos sobre el rol del Estado, publicado en 1992; Ensayos sobre metodología y discurso en economía, también publicado en 1992; Pensamiento económico y discurso en el siglo XX, con J. Biddle y T. Patchak-Schuster, publicado en 1993; Fundamentos de la investigación económica, con S. G. Medema, publicado en 1996; y La economía como un proceso de valuación, con A. A. Schmid y S. G. Medema, publicado en 1997. “Promovió el uso de material de archivo, que juntó y publicó en los suplementos de Investigaciones en la historia del pensamiento económico y metodología… Tengo en mi biblioteca más de 80 volúmenes editados por él, referidos a la historia del pensamiento económico” (Emmett, 2011).

“Mi trabajo sobre la historia del pensamiento económico le prestó particular atención a entender cómo el análisis económico genera conocimiento, control social y bálsamo psíquico; el funcionamiento del poder y la ideología como mecanismos de filtración, etc… La teoría neoclásica, en particular la marshalliana, se ocupa de mercados abstractos, no de mercados reales… La yuxtaposición de mercados y Estado ignora el hecho de que los mercados operan dentro de definiciones legales y asignación de derechos, y que la cuestión no es si el Estado estará presente sino a qué intereses defenderá… En todas las escuelas económicas el Estado interviene” (Samuels, 1992).

“Para mí institucionalismo implica un deseo de disentir, una concepción evolucionista y holística de la economía, un enfoque económico que parte de los hechos, ubicar en un lugar central la cuestión de la organización y el control del sistema económico, reconocer el carácter hermenéutico del lenguaje, constructivismo social, la importancia de las instituciones, las serias limitaciones del enfoque neoclásico y la importancia de la tecnología” (Samuels, 1995).

“Mi principal interés académico radica en generar mayor y, en la medida de lo posible no ideologizada, claridad para entender el rol económico jugado por el Estado a lo largo de la historia del pensamiento económico… Enfatizo que la economía es un proceso y un mecanismo de opción humana generado de manera deliberativa y no deliberativa… Mi enfoque enfatiza la creatividad continua de la opción humana, para reconstruir la economía… El análisis económico es esencialmente un fenómeno sociológico y discursivo, y resulta ser tanto causa como consecuencia del sistema económico en el cual se generó… Me considero un disidente porque no tomo como un dato ni la estructura de poder ni las formas a través de las cuales cambia. El poder, el ingreso y la riqueza son las fuerzas conductoras del proceso

económico, y resultan eclipsadas por el análisis estático de asignación de recursos" (Samuels, 1992).

"Todo esto es independiente de mis preferencias personales, que están a favor de una sociedad pluralista, una democracia liberal y una economía de mercado verdaderamente competitiva que no está dominada por ninguna clase social, especialmente en el control y el uso del gobierno" (Samuels, 1992).

Blaug, M. (1999): Who´s who in economics, Edward Elgar.

Emmett, R. (2011): "RIP, Warren J. Samuels, 1933-2011", SHOE archives, 18 de agosto.

Samuels, W. J. (1992). "Autobiografía", en Arestis, P. y Sawyer, M.: A bibliographical dictionary of dissenting economists, Edward Elgar.

Samuels, W. J. (1995): "The making of a relativist and social constructivist", Journal of economic issues, 29, 2, junio.

Trebing, H. M. (1995): "The Veblen-Commons award", Journal of economic issues, 29, 2, junio.

INDICADORES ECONOMICOS DE ARGENTINA

Fecha		Riesgo País EMBI+ (puntos básicos)	Tasas de Interés Encuesta BCRA Caja ahorro en $ (mensual, %)	Encuesta BCRA P. fijo 7 a 59 d. en $ (mensual, %)	Call bancos tasa fija en $ (anual, %)	p./ emp. 1º línea 30 d. en $ (anual, %)	Dólar Presente Libre ($ por us$)	refer. BCRA ($ por us$) Com. A 3.500	futuro Rofex* ($ por us$) a fin de mes	($ por us$) a fin de mes + 1	Acciones Indice Merval (Líder)	Indice Merval (Argen-tina)	Carne ($ por kilo)	(us$ libres por kilo)	Granos (us$ libres/ quin-tal)
Promedios															
2008		854	0,05	0,97	10,38	19,42	3,1831	3,1619	3,1688	3,1892	1.767,60	1.227,30	3,031	0,955	20,748
2009		1.185	0,04	0,98	10,49	21,27	3,7464	3,7321	3,7423	3,7771	1.631,57	1.116,09	3,276	0,874	16,539
2010		678	0,03	0,78	9,20	0,00	3,9342	3,9138	3,9250	3,9530	2.551,24	1.980,30	6,373	1,617	18,623
2011		682	0,02	0,92	10,20	0,00	4,1579	4,1308	4,1447	4,1778	3.099,12	2.567,22	8,359	2,010	21,613
Ago.11		708	0,02	0,87	9,67		4,1941	4,1684	4,1860	4,2233	2.972,92	2.514,28	8,722	2,08	21,40
Sep.11		865	0,02	0,90	9,94		4,2370	4,2042	4,2207	4,2518	2.686,94	2.268,27	8,631	2,04	20,93
Oct.11		896	0,02	1,02	11,77		4,2514	4,2215	4,2242	4,2614	2.637,26	2.204,92	8,734	2,05	19,57
Nov.11		886	0,02	1,24	11,41		4,2830	4,2603	4,2755	4,3189	2.606,75	2.078,56	8,829	2,06	18,22
Dic.11		920	0,02	1,24	10,54		4,3082	4,2879	4,3066	4,3428	2.493,37	1.926,92	8,560	1,99	17,63
Ene.12		844	0,02	1,08	9,88		4,3380	4,3198	4,3309	4,3618	2.790,58	2.178,59	8,176	1,88	20,08
2011															
Dic.	21	934	0,02	1,35	10,01		4,3100	4,2928	4,3000	4,3380	2.440,87	1.883,80	8,588	1,99	17,41
Dic.	22	911	0,02	1,33	10,27		4,3100	4,2922	4,3000	4,3350	2.456,34	1.887,09	8,588	1,99	17,69
Dic.	23	918	0,02	1,12	11,20		4,3100	4,2927	4,3000	4,3350	2.466,70	1.894,30	8,588	1,99	17,80
Dic.	26	918	0,02	1,12	11,20		4,3100	4,2927	4,3000	4,3350	2.466,70	1.894,30	8,588	1,99	17,80
Dic.	27	914	0,02	1,30	11,28		4,3100	4,2955	4,3010	4,3330	2.457,37	1.888,00	8,672	2,01	18,34
Dic.	28	919	0,02	1,29	9,67		4,3150	4,2995	4,3050	4,3330	2.426,00	1.867,68	8,538	1,98	18,49
Dic.	29	923	0,02	1,13	11,02		4,3200	4,3035	4,3030	4,3280	2.462,63	1.904,29	8,538	1,98	19,01
Dic.	30	927	0,02	1,07	10,22		4,3200	4,3032	4,3330	4,3720	2.462,63	1.904,29	8,538	1,98	19,09
2012															
Ene.	2	927	0,02	1,07	10,22		4,3200	4,3032	4,3330	4,3720	2.462,63	1.904,29	8,538	1,98	19,09
Ene.	3	891	0,02	1,19	10,54		4,3250	4,3052	4,3190	4,3500	2.568,20	1.961,58	8,213	1,90	19,79
Ene.	4	860	0,02	1,14	10,26		4,3250	4,3048	4,3230	4,3520	2.715,46	2.099,42	8,086	1,87	20,12
Ene.	5	856	0,02	1,04	9,92		4,3250	4,3067	4,3310	4,3600	2.715,19	2.117,67	8,086	1,87	20,18
Ene.	6	857	0,02	1,10	10,28		4,3300	4,3152	4,3370	4,3690	2.769,75	2.181,22	8,060	1,86	20,05
Ene.	9	870	0,02	1,02	9,66		4,3350	4,3182	4,3320	4,3600	2.780,51	2.189,55	8,060	1,86	20,34
Ene.	10	856	0,02	1,19	9,67		4,3350	4,3133	4,3300	4,3600	2.833,23	2.220,82	7,881	1,82	20,24
Ene.	11	883	0,02	1,06	9,53		4,3350	4,3133	4,3300	4,3610	2.825,73	2.206,36	7,810	1,80	20,14
Ene.	12	875	0,02	0,74	9,62		4,3350	4,3120	4,3270	4,3580	2.819,99	2.197,70	7,810	1,80	19,83
Ene.	13	894	0,02	1,06	9,84		4,3350	4,3118	4,3260	4,3580	2.753,52	2.146,96	7,600	1,75	19,72
Ene.	16	894	0,02	1,02	10,01		4,3350	4,3148	4,3250	4,3560	2.754,57	2.147,56	7,600	1,75	19,93
Ene.	17	873	0,02	1,01	9,57		4,3350	4,3170	4,3280	4,3600	2.784,90	2.173,30	8,212	1,89	19,97
Ene.	18	850	0,02	1,03	9,83		4,3350	4,3188	4,3270	4,3590	2.862,24	2.235,85	8,032	1,85	19,84
Ene.	19	811	0,02	1,12	9,92		4,3400	4,3207	4,3270	4,3570	2.882,14	2.252,22	8,032	1,85	19,86
Ene.	20	794	0,02	1,17	9,41		4,3400	4,3222	4,3300	4,3610	2.867,59	2.247,44	8,300	1,91	19,79
Ene.	23	769	0,02	1,06	10,19		4,3400	4,3257	4,3320	4,3640	2.885,62	2.258,63	8,300	1,91	20,10
Ene.	24	803	0,02	1,11	9,37		4,3400	4,3312	4,3370	4,3680	2.898,35	2.266,95	8,747	2,02	20,51
Ene.	25	780	0,02	1,22	9,43		4,3500	4,3365	4,3410	4,3720	2.914,93	2.288,88	8,427	1,94	20,53
Ene.	26	787	0,02	1,09	10,30		4,3550	4,3383	4,3390	4,3670	2.908,70	2.288,97	8,427	1,94	20,43
Ene.	27	803	0,02	1,17	9,74		4,3550	4,3367	4,3350	4,3660	2.831,58	2.214,44	8,490	1,95	20,47
Ene.	30	803	0,02	1,05	9,75		4,3550	4,3341	4,3350	4,3640	2.770,83	2.157,77	8,490	1,95	20,47
Ene.	31	822	0,02	1,14	10,31		4,3550	4,3362	4,3362	4,3650	2.787,17	2.171,31	8,676	1,99	20,47
Feb.	1	823	0,02	1,18	9,41		4,3550	4,3357	4,3640	4,3960	2.837,06	2.214,44	8,569	1,97	20,33
Feb.	2	821	0,02	1,15	10,02		4,3550	4,3347	4,3610	4,3940	2.817,65	2.199,49	8,569	1,97	20,09

ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA Y PASIVOS MONETARIOS
(millones)

Fecha	Oro, divisas y coloca-ciones us$	Circulación monetaria	Cuenta corriente en $ en el BCRA	Base monetaria	Cuenta corriente en US$ en el BCRA	Letras y Notas del BCRA en $	Letras y Notas del BCRA en US$	Posición neta de pases	Pasivos finan-cieros totales
	us$	$	$	$	$	$	$	$	$
A fin de...									
2008	46.386	84.086	25.363	109.449	17.196	36.585	0	8.643	171.873
2009	47.967	98.065	24.285	122.350	27.836	43.980	0	7.843	202.009
2010	52.145	124.535	35.873	160.408	39.156	70.578	0	14.315	284.457
2011	46.376	173.056	49.866	222.922	24.636	66.347	0	13.094	326.999
Ago.11	49.990	146.905	38.920	185.825	32.726	78.691	0	16.415	313.657
Sep.11	48.590	148.278	44.408	192.686	30.570	77.667	0	10.454	311.377
Oct.11	47.523	148.747	41.500	190.247	32.188	73.818	0	10.972	307.225
Nov.11	46.062	154.872	43.141	198.013	23.447	65.025	0	15.982	302.467
Dic.11	46.376	173.056	49.866	222.922	24.636	66.347	0	13.094	326.999
Ene.12									
2011									
Dic. 13	46.574	163.814	41.461	205.275	25.611	65.353	0	11.031	307.270
Dic. 14	44.703	163.739	43.809	207.548	25.762	64.309	0	10.474	308.093
Dic. 15	44.809	163.947	48.443	212.390	26.142	64.309	0	10.799	313.640
Dic. 16	45.060	164.466	46.633	211.099	26.325	64.309	0	12.354	314.088
Dic. 19	45.221	165.515	45.664	211.179	26.552	64.309	0	13.659	315.699
Dic. 20	45.412	166.211	44.939	211.150	26.713	64.309	0	14.414	316.586
Dic. 21	45.676	167.544	44.746	212.290	26.659	65.472	0	13.501	317.922
Dic. 22	46.096	169.173	44.479	213.652	26.669	65.472	0	13.832	319.625
Dic. 23	46.274	169.639	43.490	213.129	27.027	65.472	0	14.909	320.537
Dic. 27	46.323	170.771	43.386	214.157	27.078	65.472	0	14.337	321.044
Dic. 28	46.229	171.974	49.347	221.321	26.903	66.347	0	13.519	328.090
Dic. 29	46.319	172.942	49.882	222.824	24.460	66.347	0	12.649	326.280
Dic. 30	46.376	173.056	49.866	222.922	24.636	66.347	0	13.094	326.999
2012									
Ene. 3	46.231	173.338	48.559	221.897	27.555	66.347	0	14.397	330.196
Ene. 4	46.446	173.359	45.115	218.474	27.541	66.901	0	18.092	331.008
Ene. 5	46.440	173.220	42.973	216.193	27.273	66.901	0	20.915	331.282
Ene. 6	46.426	173.175	43.072	216.247	27.164	66.901	0	20.746	331.058
Ene. 9	46.222	173.129	45.334	218.463	27.356	66.901	0	18.429	331.149
Ene. 10	46.375	172.926	47.773	220.699	29.579	66.901	0	16.882	334.061
Ene. 11	46.419	172.339	49.037	221.376	29.769	69.351	0	14.331	334.827
Ene. 12	46.517	171.994	51.796	223.790	29.854	69.351	0	12.260	335.255
Ene. 13	46.636	171.391	51.938	223.329	29.695	69.351	0	13.507	335.882
Ene. 16	46.636	171.039	52.573	223.612	29.687	69.351	0	13.333	335.983
Ene. 17	46.682	170.272	53.034	223.306	29.698	69.351	0	14.011	336.366
Ene. 18	46.646	169.546	53.665	223.211	29.455	71.193	0	12.299	336.158
Ene. 19	46.672	168.902	54.136	223.038	29.250	71.193	0	12.890	336.371
Ene. 20	46.678	168.223	54.081	222.304	29.317	71.193	0	14.029	336.843
Ene. 23	46.729	167.875	52.067	219.942	29.518	71.193	0	14.004	334.657
Ene. 24	46.699	167.390	53.783	221.173	29.354	71.193	0	13.015	334.735
Ene. 25	46.680	167.130	52.625	219.755	29.313	71.235	0	14.893	335.196
Ene. 26	46.700	167.031	52.186	219.217	29.377	71.235	0	15.907	335.736
Ene. 27	46.669	166.954	52.863	219.817	29.166	71.235	0	17.121	337.339

AGREGADOS MONETARIOS DEL SISTEMA FINANCIERO
(millones)

Fecha	Total Depósitos y Circulante	Total Depósitos en pesos y dólares x TC libre	Depósitos en pesos						Depósitos en dólares				Circulante en poder del público en pesos
			Cuenta corriente			Caja de ahorro	Plazo fijo	Otros		Caja de ahorro	Plazo fijo	Cta. Cte. y otros	
			Total	Privado	Público				Total				
Promedios													
2008	302.969	236.259	209.671	38.254	28.666	38.701	92.397	11.653	8.342	2.857	4.807	678	66.710
2009	329.085	256.534	213.961	40.519	33.112	40.639	88.455	11.236	11.343	4.599	5.977	767	72.551
2010	423.786	333.090	275.973	52.170	43.148	49.395	118.509	12.750	14.505	7.551	6.085	870	90.696
2011	572.863	448.785	384.777	69.201	61.793	66.695	171.872	15.216	15.407	7.615	6.789	1.003	124.078
Ago.11	600.303	470.222	403.532	71.498	63.508	72.938	179.918	15.671	15.902	7.798	7.043	1.061	130.082
Sep.11	608.069	477.561	411.085	72.846	65.320	69.467	187.656	15.796	15.689	7.367	7.272	1.050	130.508
Oct.11	613.564	482.178	414.608	72.502	67.192	69.882	188.903	16.129	15.891	7.383	7.384	1.124	131.386
Nov.11	613.755	478.561	417.715	72.930	65.919	68.947	193.841	16.079	14.210	6.103	7.050	1.057	135.194
Dic.11	622.863	478.591	421.849	75.685	69.093	75.016	185.062	16.994	13.170	5.631	6.480	1.060	144.272
Ene.12													
2011													
Dic. 13	614.944	472.294	416.131	74.824	62.962	70.658	188.875	18.812	13.046	5.541	6.423	1.082	142.650
Dic. 14	618.247	476.096	419.976	76.361	65.983	71.726	187.090	18.816	13.036	5.542	6.418	1.076	142.151
Dic. 15	624.190	482.110	425.525	76.295	74.796	69.169	187.176	18.089	13.144	5.610	6.436	1.098	142.080
Dic. 16	623.601	481.066	424.494	74.764	74.045	70.465	187.857	17.363	13.141	5.627	6.446	1.068	142.535
Dic. 19	622.529	479.537	422.921	77.266	71.631	69.319	187.312	17.393	13.136	5.647	6.408	1.081	142.992
Dic. 20	624.766	481.267	424.767	77.225	70.374	71.958	187.957	17.253	13.109	5.626	6.429	1.054	143.499
Dic. 21	629.417	484.313	427.546	76.187	71.680	75.948	186.116	17.615	13.171	5.677	6.433	1.061	145.104
Dic. 22	632.491	485.102	428.206	75.226	71.528	79.672	185.079	16.701	13.201	5.686	6.474	1.041	147.389
Dic. 23	634.330	486.220	429.229	74.063	72.772	79.543	186.592	16.259	13.223	5.703	6.463	1.057	148.110
Dic. 27	636.149	486.969	429.715	78.069	70.540	77.068	187.052	16.986	13.284	5.740	6.424	1.120	149.180
Dic. 28	626.003	476.459	418.988	78.892	77.046	77.710	169.294	16.046	13.319	5.798	6.525	996	149.544
Dic. 29	628.250	477.747	420.688	78.539	80.586	80.221	165.228	16.114	13.208	5.700	6.555	953	150.503
Dic. 30	622.572	471.411	413.799	77.285	73.971	80.667	166.192	15.684	13.336	5.822	6.551	963	151.161
2012													
Ene. 3	622.237	470.581	412.565	78.361	71.059	80.580	165.939	16.626	13.414	5.932	6.473	1.009	151.656
Ene. 4	624.001	472.284	414.351	78.401	70.336	82.284	166.989	16.341	13.395	5.914	6.492	989	151.717
Ene. 5	623.630	471.138	413.261	75.710	69.214	84.697	167.940	15.700	13.382	5.903	6.510	969	152.492
Ene. 6	622.417	468.901	410.931	74.672	66.460	85.368	168.713	15.718	13.388	5.910	6.515	963	153.516
Ene. 9	620.793	466.921	408.897	74.702	65.209	82.738	168.972	17.276	13.385	5.909	6.535	941	153.872
Ene. 10	621.636	468.753	410.569	74.144	69.204	80.359	169.888	16.974	13.422	5.904	6.547	971	152.883
Ene. 11	622.778	470.802	412.726	75.025	71.648	79.264	169.709	17.080	13.397	5.895	6.537	965	151.976
Ene. 12	644.522	492.963	434.909	75.148	72.801	78.407	191.177	17.376	13.392	5.885	6.559	948	151.559
Ene. 13	644.184	493.271	435.273	74.906	72.379	77.803	192.734	17.451	13.379	5.867	6.578	934	150.913
Ene. 16	644.726	494.584	436.538	75.395	74.668	75.488	194.357	16.630	13.390	5.877	6.513	1.000	150.142
Ene. 17	643.909	494.735	436.746	76.274	73.965	74.281	196.498	15.728	13.377	5.872	6.549	956	149.174
Ene. 18	645.875	497.185	439.105	76.071	74.504	74.305	198.536	15.689	13.398	5.884	6.531	983	148.690
Ene. 19	647.364	498.769	440.544	75.965	75.546	74.419	199.041	15.573	13.416	5.892	6.557	967	148.595
Ene. 20	647.374	498.828	440.603	75.562	76.781	73.844	199.339	15.077	13.416	5.892	6.545	979	148.546
Ene. 23	644.155	496.184	438.011	76.987	74.461	72.421	198.504	15.638	13.404	5.876	6.508	1.020	147.971
Ene. 24	644.934	497.725	439.421	77.235	76.127	71.177	199.412	15.470	13.434	5.902	6.530	1.002	147.209
Ene. 25	647.650	500.531	442.258	77.608	78.225	71.076	200.477	14.872	13.396	5.872	6.565	959	147.119
Ene. 26	648.696	501.766	443.509	77.625	78.909	71.810	200.346	14.819	13.377	5.868	6.540	969	146.930
Ene. 27	650.312	503.189	445.041	77.619	79.569	73.454	199.784	14.615	13.352	5.849	6.556	947	147.123

* A partir de CTX Nº 937, los depósitos en cuenta corriente ($ y US$) excluyen a las cuentas a la vista. Porque el BCRA ahora las incluye en la cuenta global: Otros depósitos.

INDICADORES ECONOMICOS MUNDIALES

Fecha	Tipos de cambio						Tasas de interés		Acciones			Oro
	DEG	Libra	Euro	Yen	Yuan	Real	Prime	Libor	Nueva York		Tokio	(Nueva York,
							(anual,		Dow Jones	Nasdaq	Nikkei	us$/onza)
	(us$ por unidad)			(unidades por us$)			%)					
Promedios												
2008	1,5825	1,8533	1,4714	103,42	6,9494	1,836	5,08	3,05	11.248,73	2.162,52	12.154,39	871,62
2009	1,5423	1,5677	1,3950	93,60	6,8319	1,996	3,25	1,11	8.885,61	1.844,71	9.341,88	974,04
2010	1,5254	1,5455	1,3261	87,73	6,7687	1,761	3,25	0,52	10.667,00	2.349,52	10.020,51	1.227,27
2011	1,5779	1,6037	1,3922	79,70	6,4636	1,675	3,25	0,51	11.960,39	2.678,19	9.428,17	1.571,60
Ago.11	1,6059	1,6359	1,4338	77,06	6,4049	1,597	3,25	0,46	11.326,61	2.504,63	9.072,93	1.759,71
Sep.11	1,5760	1,5789	1,3749	76,76	6,3899	1,750	3,25	0,52	11.178,40	2.522,15	8.696,95	1.767,95
Oct.11	1,5724	1,5774	1,3729	76,69	6,3715	1,769	3,25	0,59	11.515,94	2.594,78	8.727,48	1.668,82
Nov.11	1,5655	1,5797	1,3552	77,37	6,3578	1,790	3,25	0,68	11.780,34	2.599,93	8.503,50	1.740,30
Dic.11	1,5459	1,5590	1,3149	77,85	6,3482	1,840	3,25	0,77	12.097,00	2.604,97	8.492,97	1.639,83
Ene.12	1,5356	1,5522	1,2910	76,94	6,3175	1,788	3,25	0,79	12.533,32	2.736,23	8.589,18	1.655,53
2011												
Dic. 21	1,5431	1,5671	1,3042	78,13	6,3391	1,859	3,25	0,79	12.107,74	2.577,97	8.459,98	1.612,80
Dic. 22	1,5410	1,5673	1,3049	78,21	6,3398	1,854	3,25	0,79	12.159,21	2.597,63	8.395,16	1.605,90
Dic. 23	1,5418	1,5591	1,3044	78,08	6,3381	1,858	3,25	0,80	12.262,44	2.614,29	8.395,16	1.606,70
Dic. 26	1,5418	1,5628	1,3058	77,97	6,3199	1,859	3,25	0,80	12.262,44	2.614,29	8.395,16	1.606,70
Dic. 27	1,5424	1,5669	1,3068	77,90	6,3227	1,860	3,25	0,80	12.292,94	2.625,20	8.440,56	1.593,50
Dic. 28	1,5426	1,5542	1,3014	77,78	6,3210	1,865	3,25	0,80	12.150,95	2.589,91	8.423,32	1.569,75
Dic. 29	1,5304	1,5414	1,2959	77,65	6,3193	1,869	3,25	0,80	12.287,04	2.613,74	8.398,89	1.546,00
Dic. 30	1,5353	1,5535	1,2941	76,96	6,2940	1,869	3,25	0,80	12.287,04	2.613,74	8.398,89	1.567,00
2012												
Ene. 2	1,5353	1,5506	1,2930	76,91	6,2941	1,869	3,25	0,80	12.287,04	2.613,74	8.398,89	1.567,00
Ene. 3	1,5429	1,5645	1,3046	76,69	6,2941	1,832	3,25	0,80	12.397,38	2.648,72	8.455,35	1.599,00
Ene. 4	1,5397	1,5617	1,2943	76,75	6,2948	1,827	3,25	0,80	12.418,42	2.648,36	8.560,11	1.616,30
Ene. 5	1,5328	1,5485	1,2779	77,25	6,3018	1,841	3,25	0,80	12.415,70	2.669,86	8.488,71	1.622,40
Ene. 6	1,5301	1,5432	1,2718	77,00	6,3099	1,851	3,25	0,80	12.359,92	2.674,22	8.390,35	1.617,70
Ene. 9	1,5290	1,5459	1,2763	76,84	6,3148	1,835	3,25	0,80	12.403,97	2.679,10	8.390,35	1.610,20
Ene. 10	1,5291	1,5482	1,2775	76,84	6,3156	1,801	3,25	0,80	12.460,88	2.700,49	8.422,26	1.631,90
Ene. 11	1,5252	1,5322	1,2705	76,89	6,3158	1,801	3,25	0,80	12.455,66	2.711,89	8.447,88	1.639,70
Ene. 12	1,5274	1,5339	1,2820	76,77	6,3185	1,785	3,25	0,79	12.471,02	2.724,70	8.385,59	1.647,80
Ene. 13	1,5285	1,5327	1,2675	76,93	6,3072	1,790	3,25	0,80	12.412,37	2.709,75	8.500,02	1.633,90
Ene. 16	1,5285	1,5327	1,2675	76,79	6,3168	1,778	3,25	0,79	12.422,06	2.710,67	8.378,36	1.642,20
Ene. 17	1,5284	1,5330	1,2738	76,84	6,3142	1,780	3,25	0,78	12.482,22	2.728,08	8.466,40	1.654,40
Ene. 18	1,5307	1,5437	1,2862	76,79	6,3130	1,767	3,25	0,78	12.579,95	2.769,71	8.550,58	1.657,30
Ene. 19	1,5347	1,5485	1,2962	77,15	6,3172	1,763	3,25	0,79	12.623,98	2.788,33	8.639,68	1.654,40
Ene. 20	1,5344	1,5570	1,2934	76,96	6,3350	1,759	3,25	0,78	12.720,48	2.786,70	8.766,36	1.663,90
Ene. 23	1,5401	1,5566	1,3026	77,02	6,3350	1,752	3,25	0,78	12.708,82	2.784,17	8.765,90	1.677,40
Ene. 24	1,5392	1,5613	1,3020	77,77	6,3350	1,753	3,25	0,78	12.675,75	2.786,64	8.785,33	1.664,70
Ene. 25	1,5359	1,5658	1,3106	77,76	6,3350	1,763	3,25	0,78	12.758,65	2.818,31	8.883,69	1.696,10
Ene. 26	1,5461	1,5688	1,3103	77,45	6,3350	1,744	3,25	0,78	12.733,57	2.803,79	8.849,47	1.724,70
Ene. 27	1,5471	1,5732	1,3227	76,68	6,3350	1,739	3,25	0,77	12.679,64	2.817,61	8.841,22	1.733,90
Ene. 30	1,5474	1,5704	1,3134	76,32	6,3365	1,749	3,25	0,77	12.632,72	2.808,31	8.793,05	1.730,50
Ene. 31	1,5511	1,5752	1,3077	76,24	6,3100	1,747	3,25	0,77	12.632,91	2.813,84	8.802,51	1.736,30
Feb. 1	1,5495	1,5831	1,3158	76,22	6,3087	1,734	3,25	0,76	12.716,46	2.848,27	8.809,79	1.744,90
Feb. 2	1,5503	1,5804	1,3145	76,25	6,3023	1,722	3,25	0,76	12.705,34	2.859,68	8.876,82	1.755,90