

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer trimestre 2005



- Actividad: se mantiene la recuperación.
- Seguirán altos los términos del intercambio.
- Superávit fiscal Vs. Depósitos privados.

# Índice

Fecha de cierre 30 de noviembre de 2004.

<b>1 Editorial</b>	4
<b>2 Entorno Internacional</b>	5
Recuadro: Petróleo.	7
<b>3 Entorno Macroeconómico</b>	9
Recuadro: Las cotizaciones del complejo sojero mejoran en el margen.	18
Recuadro: Una breve historia de los Movimientos de Capitales en Argentina.	21
<b>4 Entorno Financiero</b>	24
Recuadro: Determinación del impacto del superávit fiscal sobre el crecimiento de los depósitos del sector privado en el año 2005.	28
<b>5 Tablas de indicadores y proyecciones de Argentina</b>	29
<b>6 Tablas de indicadores y proyecciones internacionales</b>	30

## Servicio de Estudios Económicos:

### Director:

José Luis Escrivá.

### Subdirector:

David Taguas.

### Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso.

Argentina: Ernesto Gaba.

Chile: Joaquín Vial.

Colombia: Daniel Castellanos.

Perú: David Tuesta.

Venezuela: Giovanni di Placido.

Norteamérica: Jorge Sicilia.

Estados Unidos: Nathaniel Karp.

México: Adolfo Albo.

Europa: Manuel Balmaseda.

**Análisis Sectorial:** Carmen Hernansanz.

**Escenarios Financieros:** Mayte Ledo.

## Han elaborado esta publicación:

Ernesto Gaba, Economista Jefe

Rodrigo Falbo - rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar

María Celeste González - celeste.gonzalez@bancofrances.com.ar

Adriana Haring - aharing@bancofrances.com.ar

Jorge Lamela - jorge.lamela@bancofrances.com.ar

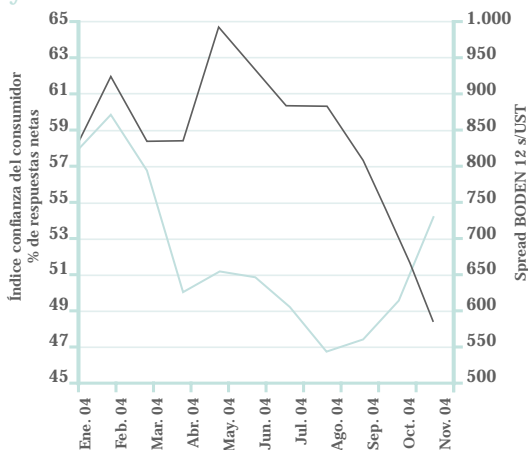
Gloria Sorensen - gsorensen@bancofrances.com.ar

Andrea Suárez - asuarez@bancofrances.com.ar

# 1. Editorial

## 2005: un año que se inicia con mayor optimismo.

### Mejora la confianza del consumidor y de los mercados.



■ Spread BODEN 12

■ Índice de confianza del consumidor

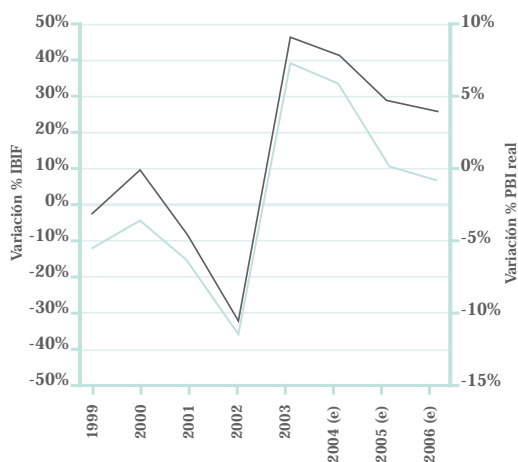
Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos Centro de Investigaciones Financieras, Universidad Di Tella.

A mediados de 2004, las expectativas de que el escenario internacional continuaría favoreciendo a la Argentina se habían reducido. Sin embargo, en un balance de fin de año, creemos que el entorno externo continuará siendo relativamente benigno. Los términos del intercambio, aunque inferiores a los del 2004, seguirán siendo elevados en términos históricos. En dos de los principales socios comerciales de Argentina: Brasil y la UEM, el tipo de cambio real se mantendrá apreciado, contribuyendo a sostener la competitividad de la economía argentina. En el plano doméstico, la expectativa de pronta culminación del proceso de reestructuración de deuda alienta un mayor optimismo al resolverse una de las principales debilidades estructurales de Argentina. En este contexto, la economía puede seguir recuperando terreno en 2005 ya que aún hay factores ociosos, tanto trabajo como capital, que permiten un crecimiento por encima del potencial. Si el canje de deuda es exitoso, un fluido ingreso de capitales podría sostener un crecimiento más rápido de la inversión ante una mayor disponibilidad de financiamiento. En los sectores que están cerca del pleno uso del capital instalado, las restricciones de oferta se solucionarán vía menores exportaciones netas, de forma similar a la que se superó el faltante energético del 2004.

De todas formas, esto no despeja los interrogantes de mediano plazo ya que aún resta un importante camino por recorrer, en materia de fortalecimiento institucional que garantice la seguridad jurídica y el crecimiento sostenible en el mediano plazo.

En un escenario de riesgo donde en EE.UU. se producen alzas de tasas de interés mayores a las descontadas actualmente (ver Entorno Internacional), Argentina se enfrentaría a un ambiente internacional más adverso para el proceso de reestructuración de deuda, más allá de las dificultades operativas previsibles en un canje de esta magnitud. En este entorno, puede esperarse menor crecimiento y mayor volatilidad del tipo de cambio y la tasa de interés.

### Variación Anual de la Inversión y el PBI.



■ Inversión

■ PBI

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos Ministerio de Economía.

### Los dilemas de la abundancia de capitales.

Un aumento sustancial en la entrada de capitales, le plantea un dilema de política monetaria al BCRA si se mantiene el objetivo de sostener el tipo de cambio. Una fuerte expansión monetaria generada por mayores intervenciones en el mercado cambiario, podría resultar en presiones inflacionistas si la demanda de dinero no acompaña este crecimiento. Aunque indudablemente, una baja en la prima de riesgo país redundaría en un aumento de la demanda de pesos, cabe recordar que en un país con sustitución entre dos monedas, la demanda de dinero es sumamente inestable y puede retraerse rápidamente ante señales de riesgo.

La otra alternativa que se le presenta al BCRA es permitir una caída del tipo de cambio nominal que ajuste la oferta excedente de dólares. Esta opción tiene sus riesgos ya que podría generar presiones políticas por parte de los sectores exportadores que se ven negativamente afectados por la caída del precio de los commodities y las altas retenciones.

### Los precios relativos aún sin ajustar.

En nuestro escenario base, prevemos una inflación de 8% en 2005 (superior al 6% del 2004), originada básicamente en el ajuste de tarifas de servicios públicos. Estaríamos así en presencia de un lento reacomodamiento de los precios relativos de los bienes no transables. Le damos baja probabilidad a un escenario de mejora rápida de los precios relativos de los no transables que incluya a los servicios no regulados, el cual implicaría niveles más altos de inflación y como correlato una apreciación del tipo de cambio real mayor a la prevista.

## 2. Entorno Internacional

La economía mundial mostrará en el 2005, el tercer año consecutivo de expansión de la actividad. El crecimiento se ralentizará respecto al observado el último año, consecuencia de la combinación de unas condiciones monetarias que deben ser menos expansivas, y del impacto del aumento del precio del petróleo, que debería moderar la actividad en las economías industrializadas.

En este entorno de expansión de la actividad, cabe esperar que las políticas monetarias vayan ajustando gradualmente sus tasas de interés, a niveles menos acomodaticios, siguiendo la pauta que se ha iniciado en 2004 en EE.UU. o en China, que parece haberse completado ya en economías como Reino Unido o que debería iniciarse el próximo ejercicio en la UEM.

Ahora bien, este escenario de ajuste gradual al alza de las políticas monetarias, puede verse cuestionado por diversos factores: el petróleo, el déficit corriente de EE.UU. o el ajuste de la economía china. En EE.UU. la combinación de estos factores apunta hacia riesgos de alza en las tasas de interés, con un desacoplamiento respecto a la situación de la UEM (Unión Económica y Monetaria) donde el balance de riesgos es a la baja.

### El petróleo y la reacción de los bancos centrales.

Las expectativas respecto al precio del crudo, que han jugado un papel protagonista en 2004, seguirán siendo importantes en el próximo año. El principal temor respecto al petróleo, deriva en que las recesiones de los últimos treinta y cinco años en la economía mundial, han estado vinculadas en mayor o menor medida a elevados precios del petróleo. Sin embargo, actualmente se observan algunas diferencias. En primer lugar, en magnitud el choque actual es más moderado y gradual que en el pasado, como se observa cuando se analizan los precios en términos reales. En segundo lugar, la dependencia de los países industrializados respecto al petróleo se ha reducido en los últimos años. Finalmente, en el pasado predominaron elementos de oferta como determinantes del alza de precios del crudo. En la actualidad se da una combinación más equitativa entre elementos de oferta y de demanda.

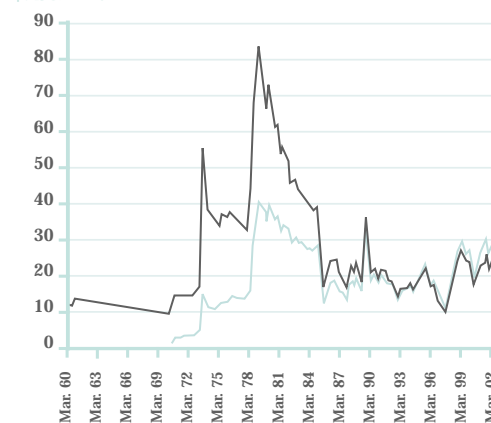
El petróleo, por tanto, tiene un impacto negativo aunque posiblemente moderado en la actividad, pero no hay que olvidar que tiene un impacto alcista sobre los precios. En este sentido, genera un dilema para los bancos centrales. Con inflaciones bajo control, estos podrían dar más ponderación en sus funciones de reacción a la actividad, lo que no ocurriría ante sorpresas de alza de la inflación, más probables en EE.UU. que en la UEM donde la apreciación cambiaría limita el impacto del choque del petróleo.

### Dos motores con incertidumbres.

Los principales interrogantes para los próximos meses, radican en las dos economías que están actuando como motores de la actividad, China y EE.UU. El notable déficit por cuenta corriente alcanzado en EE.UU. se percibe cada vez más como insostenible, especialmente ante la creciente perspectiva de que, tras la victoria electoral de Bush, no sólo no se van a producir ajustes en la política fiscal en los próximos meses, sino que mas bien se avanza en la dirección de mayor gasto público y más recortes impositivos. China constituye la otra fuente de incertidumbre. Su crecimiento sigue siendo muy elevado, a pesar de las medidas de restricción del crédito adoptadas este año. El reto es cómo moderar el crecimiento de forma gradual, evitando que se produzca un ajuste brusco de la actividad. El inicio del ciclo alcista de tasas en esta economía, ha reavivado algunas expectativas de que se avance hacia mecanismos de mercado y en particular, a que se produzca una revaluación de la divisa china con el dólar en los próximos meses. Esto es, las decisiones económicas parecen ir en sentido contrario al deseado en EE.UU. con una posible decepción en las expectativas de ajuste fiscal, o no terminan de materializarse como ocurre con el caso del sistema cambiario chino. Por ello, todo apunta a que a los ajustes necesarios van a continuar produciéndose por la vía de las variables financieras.

La notable dispersión de los saldos de las balanzas por cuenta corriente entre países se amplifica año a año. Los más optimistas lo consideran el producto de unos mercados de capitales más amplios y de un menor sesgo doméstico en las decisiones de los inversores. Frente a esta visión, la

Precio del Petróleo tipo Brent. \$/barril.



■ Real  
■ Nominal

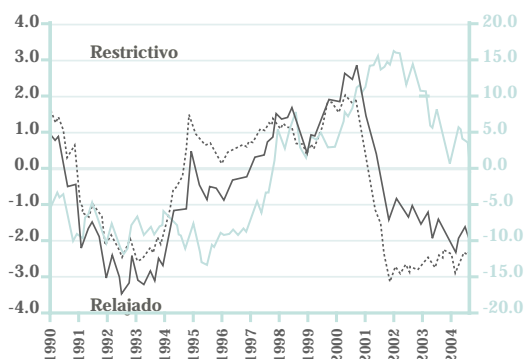
Fuente: BBVA.

Tamaño del Choque Petrolero. Aumento del precio del petróleo.

	Nominal	Real	Nro. de meses
2002	344%	249%	20
Actual	219%	154%	18

Fuente: BBVA.

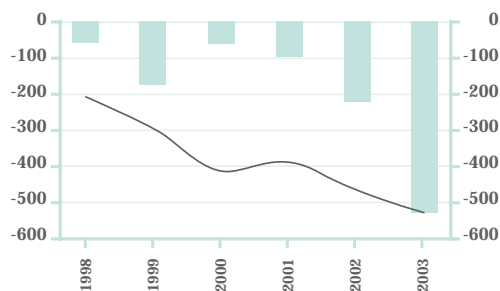
EE.UU.: Índice de condiciones monetarias.



■ ICM  
■ Dólar  
..... Tasas de Interés

Fuente: BBVA.

**EE.UU.: Balanza por cuenta corriente y entradas oficiales de capital. (En mm \$)**



■ Bal. Cuenta Corriente  
■ Entradas oficiales de capital

Fuente: BBVA.

**Resumen de previsiones.**

**EE.UU.: Escenario base**

	Dic. 04	Jun. 04	Dic. 05
Fed funds	2.00	2.75	3.50
Tipo 10 años	4.70	5.10	5.50
Dólar/Euro	1.27	1.28	1.30

Fuente: BBVA.

depreciación del dólar y la ampliación del diferencial de tipos de interés de EE.UU. respecto a la UEM, reflejan el temor de que la situación actual sea poco sostenible. Estos dos canales, divisa y tasas de interés, reflejan que hay una menor voluntad de seguir financiando el creciente déficit corriente estadounidense. A mediano plazo tendrán un reflejo en mayores presiones inflacionistas y menor actividad en la economía estadounidense, cuya magnitud dependerá de la magnitud y la velocidad del ajuste financiero.

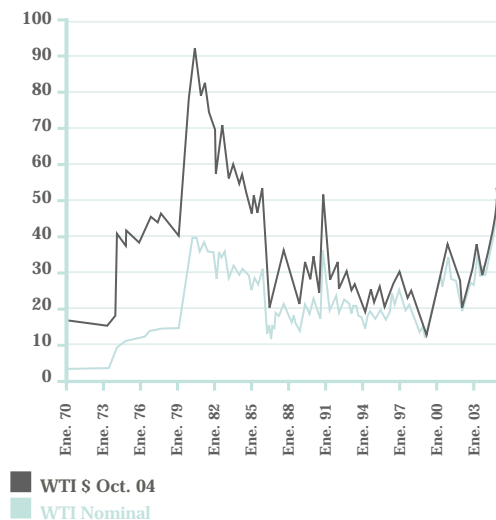
A corto plazo, el problema es que gran parte de este ajuste financiero se está produciendo con costes para la UEM, cuya expansión muy dependiente del sector exterior, se ve frenada por la apreciación de su divisa. En consecuencia, se enfrían las expectativas de ajuste al alza de las tasas de interés del BCE. Por su parte, la resistencia de las autoridades chinas a apreciar su divisa está generando un efecto adicional en los mercados: China realiza fuertes intervenciones en el mercado cambiario en forma de compra de bonos extranjeros. Ello contribuye a mantener bajas las rentabilidades de los países industrializados. La posibilidad de que esta demanda se esté desplazando hacia activos denominados en euros, acentúa los movimientos que se observan en el mercado financiero: un euro más apreciado y un diferencial de tipo negativo para la UEM. Es además un reflejo de la vulnerabilidad de la situación de EE.UU. ante un cambio en la composición de las reservas de los bancos centrales asiáticos. La razón: los flujos de inversión directa que tenían un notable protagonismo en la segunda mitad de los noventa en la financiación del déficit corriente de EE.UU., han sido reemplazados actualmente por flujos oficiales, ligados a los movimientos de reservas en estos bancos centrales.

**Escenarios financieros para 2005.**

Tomando en consideración las incertidumbres que se mantienen para los próximos meses, se describe un escenario para las variables financieras y se analizan los riesgos de este escenario. El escenario base, vendrá caracterizado por el ajuste gradual de los tipos de interés al alza, que en el caso de EEUU supondría terminar el año 2005 con tasas del 3,75% para los fondos federales y por un dólar-euro relativamente estable en torno a 1,3. El balance de riesgos en EEUU, es de un escenario de tipos de interés altos, alcanzándose tasas de interés del 4,5% para los fondos federales a fin de 2005, y del 6,5% para los tipos a 10 años, y con un dólar más depreciado, que llegaría a situarse en el 1,4 con el euro a finales del próximo año. El balance de riesgos es más equilibrado en la UEM, con posibilidad de unos tipos de interés más bajos en 2005, especialmente si el euro sigue apreciándose.

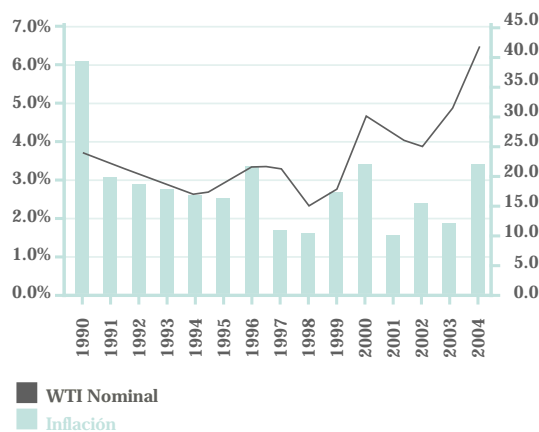
## El Precio del Petróleo se ajustará en un 26% en los próximos dos años.

### Precios del Petróleo. \$/barril.



Fuente: BBVA Banco Provincial.

### Inflación vs. Precios del Petróleo.



Fuente: BBVA Banco Provincial.

En 2004, el mercado petrolero se ha caracterizado por mostrar un incremento que, para el cierre del mes de octubre, llegó al 72%, junto con una volatilidad del 17%. Si el análisis se realiza desde el cierre del 2001, el incremento del precio del petróleo ha sido del 155%, con una media de 30 dólares para el Brent y una volatilidad del 22%. A la luz de este comportamiento caben tres preguntas: ¿Qué ha cambiado en el mercado petrolero?, ¿Por qué el impacto de esta alza del petróleo, en la economía, ha sido menor que en el pasado? y ¿Cuál será su comportamiento en los próximos dos años?

La primera pregunta nos lleva a considerar que en el mercado petrolero se han producido cambios estructurales durante los últimos cinco años, que explican el comportamiento actual. Un 75% del incremento promedio de la demanda diaria en ese período, está asociada a países emergentes capitaneados por China y el resto de países asiáticos, que se caracterizan por ser dos veces y media más ineficientes en el uso del petróleo por unidad de PIB que los países de la OECD. Por el lado de la oferta, un 60% del incremento promedio diario en los últimos cinco años del crudo ofertado, lo han incorporado los antiguos países de la extinta Unión Soviética liderados por Rusia, mientras que los países de la OPEP sólo han aportado el 20%. Adicionalmente, la capacidad de producción de la OPEP ha pasado de representar el 15% de la demanda mundial de crudo en 1989, al 2% en la actualidad. Detrás de esta menor elasticidad de la oferta, está la disminución registrada en términos reales de la inversión en exploración y producción que mostró una caída del 16% en promedio para el período 1983-2003 con respecto al registrado entre 1973-1982, mientras que la producción se incrementó entre estos períodos en un 13%.

Una oferta más inelástica hace que la creciente inestabilidad política registrada en el Medio Oriente, tenga un mayor impacto en los precios del que tenía en el pasado. Por otro lado, las expectativas de los agentes acerca de que una salida del mercado por parte de algún productor de la región, no puede ser suplida por el resto dada la limitada capacidad adicional de producción, repercute en una mayor demanda.

Estos cambios estructurales en el mercado petrolero se sintetizan en un incremento estructural en los precios. Con respecto al mercado de los 80' y 90', el "fair value" para el Brent se ubicaría en el rango de 30-32 dólares el barril, en términos reales a dólares de 2004.

### A pesar de los precios el impacto ha sido limitado.

La segunda pregunta, tiene que ver con el impacto que un alza del petróleo de estas magnitudes debería estar generando en las economías en términos de inflación y crecimiento. Lo primero que hay que acotar al abordar estos temas, es que el análisis sobre magnitudes nominales no dice mucho. Se deben analizar magnitudes reales. En este sentido, al evaluar la media del Brent para el año se tiene que el mismo se ubica en 38 dólares. Este precio representa, en términos reales, sólo la mitad de la media observada entre 1974-1984, lo que nos dice que al evaluar los precios en términos reales, estos no son tan altos. Inclusive, si se compara con la anterior alza sostenida de precios registrada en el 2000 (que duró 20 meses), tenemos que el alza actual medida en términos reales sólo representa para EE.UU. un 60% del alza observada en dicho evento. Mientras que para Europa, por efecto de la apreciación del Euro, el alza actual representa el 44%.

En el corto plazo los shocks de productividad han hecho que el impacto del alza de los precios del petróleo - atenuados en términos reales - no haya tenido un impacto devastador sobre el crecimiento. De hecho, las expectativas de crecimiento para 2004 y 2005 así lo muestran, tanto para EE.UU., Europa como Japón. En líneas generales se puede entender que un impacto sostenido de los precios del petróleo, tiene una mayor repercusión en la inflación que en el crecimiento. De hecho, al analizar estas tres economías desarrolladas, se tiene que para EE.UU. un incremento sostenido de 10 dólares en los precios del petróleo mayor a un año, genera una caída de actividad del 0,2% y un incremento de la inflación de 40 pb. Para Europa, el impacto es de 0,4% y 50 pb, mientras que para Japón sería de 0,3% y 50 pb. El dilema, acerca de que los precios del petróleo generarían una disminución en el crecimiento de corto plazo o una salida inflacionista en el mediano plazo, parece apuntar más a la segunda alternativa. Más aún, teniendo en cuenta la importancia que la Reserva Federal le comienza a dar al déficit de cuenta corriente estadounidense.

## Escenario Petrolero 2005-2006

Escenario Base					
\$/b	WTI	Brent	\$/b	WTI	Brent
2003:I	33.9	31.3	2005:I	44.7	40.3
2003:II	30.0	27.0	2005:II	40.6	37.8
2003:III	31.0	28.6	2005:III	39.0	36.3
2003:IV	29.9	28.5	2005:IV	37.4	34.8
2004:I	35.2	31.8	2006:I	35.9	31.4
2004:II	38.4	35.5	2006:II	35.5	32.0
2004:III	44.1	41.7	2006:III	34.9	32.4
2004:IV	48.8	42.7	2006:IV	34.1	31.7

Fuente: BBVA Banco Provincial.

### El precio caerá en 11 dólares entre 2004-2006.

La tercera pregunta nos lleva a considerar que en el corto plazo, existe una desalineación del precio de mercado con respecto al "estructural" expresado en unos 14 dólares de prima de riesgo coyuntural. Esta prima de riesgo está compuesta tanto por factores de demanda como de oferta, que irán desapareciendo a lo largo de los próximos dos años.

Por el lado de la oferta existen unos \$9 de prima que irán disminuyendo en la medida que Arabia Saudita incorpore mayor producción, Irak estabilice la suya en niveles de 2 a 2,4 MMBD, y que culminen las dificultades fiscales que enfrenta Yukos. Por el lado de la demanda, en la medida que no se produzcan nuevas sorpresas, se licuarán aproximadamente \$5 que están impactando en el corto plazo. De cara al próximo año se espera que la demanda mundial, luego de haber experimentado un alza del 3,5% en 2004, alcance un incremento de sólo un 2% en el 2005. Para el próximo año, se estima que el crecimiento de la demanda en los países desarrollados será de aproximadamente el 1,4%. Respecto de la oferta, la misma mostrará un incremento similar al de la demanda. Por esta razón no se espera una estabilidad del actual stock de inventarios.

Para 2004 se espera una media del Brent de 38 dólares. La misma se mantendrá casi invariable de cara al 2005 donde se estima una media de 37,3 dólares, pero con una corrección del 18% entre los cierres de ambos años. Para el 2006 la media estimada será de 32 dólares, con una corrección del 8,7% entre el cierre de 2005 y 2006. La corrección acumulada para los próximos dos años se espera que sea de 11 dólares, equivalente al 26% del nivel de cierre de 2004.

Giovanni di Placido  
giovanni.diplacido@grupobbva.com

### 3. Entorno Macroeconómico

#### El mayor crecimiento de la actividad en el 2005 será impulsado por el dinamismo de la inversión.

El crecimiento del PIB durante el 2004 estaría por encima del 7,5% anual, aún cuando esto implique un incremento trimestral marginal inferior al registrado durante el 2003, el mismo debe ser valorado positivamente dado que su magnitud supera significativamente cualquier escenario basado en el cálculo del PIB Potencial (como se verá más abajo).

Los importantes niveles de crecimiento registrados durante el presente año se originan a consecuencia de dos determinantes principales: a) la recuperación de la Demanda Interna, luego de la profunda caída experimentada en el año 2002, que cerró un período de retroceso en la actividad iniciado en el segundo semestre de 1998; b) la superación parcial de las restricciones de oferta que se presentaron.

Según nuestro escenario proyectado estos mismos determinantes serán también los que posibilitarán niveles de crecimiento significativos durante el 2005.

Con respecto al año 2004, la Inversión Bruta Interna resulta ser el componente más dinámico de la Demanda Interna (32,5% de crecimiento anual), como resultado de la fuerte expansión del rubro construcción y la importación de bienes de capital.

A su vez, el consumo privado, con una suba sensiblemente menor, constituye el segundo componente relevante de la expansión debido a la importancia de su participación en el total demandado (8,1% de expansión anual y una participación de más del 60% en el total de la Demanda Global). Los resultados del PIB que se alcanzarían en el 2004, implicarían que durante este año se superaron con éxito las restricciones de oferta. En este sentido, si bien durante el año algunos sectores industriales operaron a plena capacidad y surgió la posibilidad de una crisis energética, la existencia de una mayoría de ramas industriales todavía con alta capacidad ociosa y la superación de algunas de las restricciones en la oferta -vía balanza comercial-, permitieron sostener el ritmo de expansión de la demanda comentado. Por ejemplo, en el caso de la restricción energética su superación se logró mediante mayores importaciones de gas de Bolivia y de fuel oil de Venezuela, al tiempo que se restringieron exportaciones a Chile.

En cuanto a nuestro escenario para el 2005, el paulatino cierre de la brecha abierta durante los años recesivos y originada por la postergación de la demanda de bienes, tanto de consumo como de inversión, genera una desaceleración en los ritmos de crecimiento esperados para el próximo año. No obstante, la Inversión continuará siendo el componente dinamizador dentro de la Demanda Interna debido al mejor ambiente de negocios ante expectativas más favorables respecto a la economía del país y a la necesidad de diversos sectores de hacer ajustes en sus capacidades de producción. El Consumo Privado esperamos que vaya adquiriendo una mayor relevancia, con un aumento impulsado por el mejoramiento en los niveles de empleo y de las remuneraciones promedio de la economía.

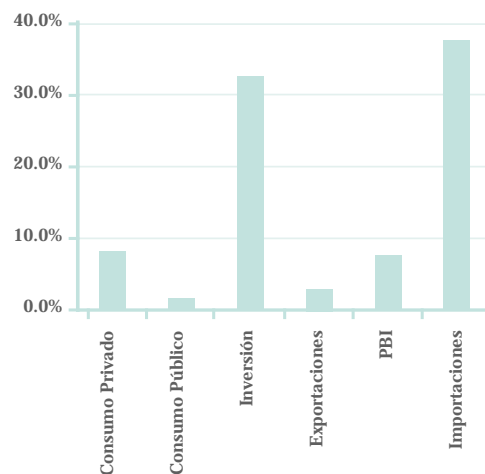
Adicionalmente, en el caso de las exportaciones prevemos que retomen su ritmo de expansión luego de la desaceleración sufrida durante el 2004 a consecuencia de los problemas climáticos que afectaron el complejo sojero (constituye el 33% del total exportado por el país).

En el 2005, nuevamente aparece en el horizonte la posibilidad de similares restricciones por el lado de la oferta, aunque agravadas en los límites que imponen. Sin embargo, así como en el 2004 las mismas pudieron ser superadas vía decisiones empresariales y políticas públicas con impacto sobre el balance comercial, creemos que las estrategias que se seguirán durante el próximo año serán semejantes, permitiendo que las limitaciones en la oferta no lleguen a ser significativas.

En particular en el caso de la Industria, donde se verifican más marcadamente las restricciones, entre los sectores que estarían operando a plena capacidad (por encima del 85%), se encontrarían los mismos que en el 2004, mientras que el segundo grupo de ramas con mayor uso de capacidad todavía contarían con posibilidades de crecimiento.

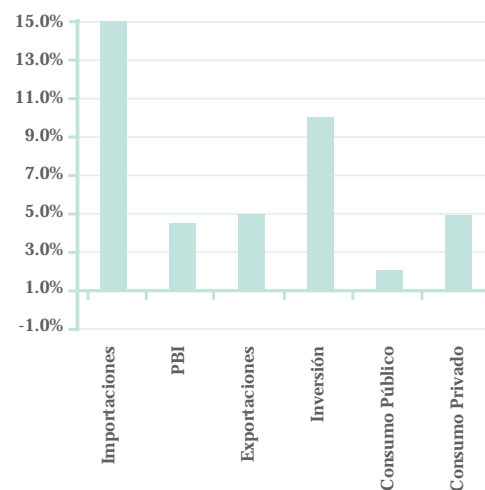
Con respecto a la limitación energética, las estrategias implementadas durante el 2004, entre las que se encuentran desincentivos al consumo doméstico y aumento de los niveles de importación neta de productos energéticos, podrían continuar siendo efectivas durante el 2005 aún cuando no descartamos inconvenientes puntuales.

#### Crecimiento estimado año 2004.



Fuente: BBVA Banco Francés.

#### Crecimiento estimado año 2005.



Fuente: BBVA Banco Francés.

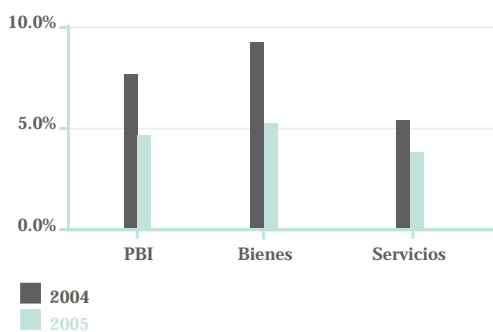
#### Evolución de la oferta y demanda global. % de variación contra igual período del año anterior - Serie en pesos a precios de 1993.

	2003	2004(e)	2005(e)
PIB a precios de mercado	8,8%	7,6%	4,5%
Importaciones	37,6%	37,5%	15,0%
Consumo Privado	8,2%	8,1%	5,0%
Consumo Público	1,5%	1,6%	2,0%
Inversión Bruta Interna	38,2%	32,5%	10,0%
Exportaciones	6,0%	3,0%	5,0%

Fuente: BBVA Banco Francés, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales y Ministerio de Economía.



### Variaciones % estimadas.



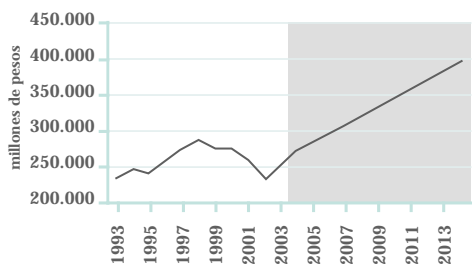
Fuente: BBVA Banco Francés.

### Promedio Enero - Septiembre 2004.

Ramas	% de uso de la Cap. Inst.	Cant. de Ramas
1er. Grupo	88.2	3
2do. Grupo	75.6	4
<b>Promedio Gral.</b>	<b>69.6</b>	<b>12</b>
3er. Grupo	64.4	3
4to. Grupo	41.4	2

Fuente: INDEC.

### Evolución del PIB en pesos constantes.



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del Ministerio de Economía.

Finalmente, un comentario sobre el desempeño de los bienes importados, que estimamos que continuarán con su comportamiento marcadamente expansivo, ya que deberán cubrir las brechas existentes entre la creciente demanda y los sectores que se encuentran operando a plena capacidad.

En resumen, durante el 2005 el elemento dinamizador de la actividad continuará siendo como en el 2004 la Demanda Interna privada, la cual estimamos que se podrá efectivizar debido a que las restricciones surgidas por el lado de la oferta se podrán sortear de manera similar a la del presente año.

No obstante, con el fin de realizar una proyección de más largo plazo y tomando en cuenta que las restricciones de oferta se agudizarían de no mediar las inversiones necesarias, creemos conveniente analizar las posibilidades futuras de producción de la economía. (Ver una visión del PIB a largo plazo).

### Durante el 2005 la contribución al crecimiento de los sectores productores de servicios cobra más importancia.

Al analizar el PIB por sectores de oferta surge que al igual que durante el 2004, los sectores productores de bienes continúan liderando el crecimiento respecto a los productores de servicios.

No obstante destacamos que cada vez es más importante la participación relativa de los servicios como consecuencia de la paulatina ralentización de los bienes. Así mientras que en el 2004 la producción de Bienes estimamos que supere en un 1,7 al crecimiento registrado en la de Servicios, esperamos que el ratio entre ambos incrementos se reduzca al 1,4 durante el 2005.

Dentro de los sectores productores de bienes que dan cuenta de la mayor desaceleración son Construcción e Industria Manufacturera, aún cuando estos siguen siendo los más dinámicos.

Es importante tener en cuenta la disminución en el ritmo de expansión de Construcción que obedece a una menor demanda de viviendas residenciales, luego del auge observado en los dos últimos años donde este tipo de bienes fue utilizado como reserva de valor ante la falta de inversiones alternativas.

En el caso de la Industria, nuestra proyección de un menor crecimiento en el próximo año contempla una demanda inferior y, en menor medida, la posibilidad de limitaciones en las capacidades instaladas en algunos sectores, como se comentara más arriba.

En el caso del sector agropecuario estamos esperando una recuperación en las producciones de soja, especialmente, y de trigo superados los problemas climáticos que afectaron la campaña anterior. También estamos previendo una mayor actividad ganadera puesto que estimamos que se seguirán ganando mercados internacionales para colocar carne vacuna.

Dentro de los sectores productores de servicios tanto Comercio, como Transporte y Comunicaciones son los que mantienen el mayor dinamismo pese a que sufren el impacto del menor crecimiento en el nivel de actividad. Es de mencionar el rubro Intermediación Financiera que, luego de la crisis del 2002, ha venido mostrando caídas sucesivas de significativa magnitud, esperando que durante el 2005 apenas logre estabilizarse.

### Una visión del PIB a largo plazo.

El objetivo de este punto es reflexionar sobre las posibilidades de crecimiento de Argentina a más largo plazo desde el lado de la oferta. Teóricamente la tasa de expansión de una economía bajo el pleno uso de sus factores de producción (capital y trabajo) depende de los incrementos de los mismos y de su productividad conjunta (Productividad Total de los Factores - PTF). De esta forma es posible calcular el crecimiento de la economía a largo plazo, lo que habitualmente se denomina PIB Potencial. En un estudio anterior elaborado a principios de este año por el Ministerio de Economía y Producción realizando supuestos sobre el crecimiento del Capital, el Trabajo y la PTF, se llega a la conclusión de que el PIB Potencial de Argentina se ubica en el 3% anual.

Los supuestos incorporados en nuestro trabajo incluyen un crecimiento del stock de capital ligeramente por encima del proyectado por Economía y una

menor previsión en la incorporación de nuevos trabajadores a la economía. Asimismo, adoptando igual supuesto que el estudio de Economía sobre la evolución de la PTF arribamos a un PIB Potencial del orden del 3,2% anual. Este nivel de PIB Potencial se podría alcanzar hacia el año 2015 cuando los factores capital y trabajo se encuentren a pleno (considerando como tales una desocupación del 6% y una tasa de utilización del capital del 85%).

Ahora bien, la profunda recesión iniciada hacia mediados de 1998 y que culmina con la crisis del 2002 generó un alto nivel de ociosidad en el uso de los factores. De esta forma, a mediados del 2002 se abrió una brecha de producto (output gap) que permitió y continúa permitiendo que el crecimiento del PIB observado se encuentre por encima del potencial.

Es por ello que presentamos en la Tabla adjunta un sendero probable de evolución del PIB bajo supuestos específicos de evolución de los factores y la PTF. Este sendero del PIB daría cuenta de la dinámica de la actividad hasta que los factores alcancen su pleno uso hacia el 2015. En este sendero proyectamos crecimientos en ambos factores por encima de sus tendencias de largo plazo lo que permite conjuntamente alcanzar crecimientos en el mediano plazo de la actividad que superen la potencial antes establecida.

Es decir, el mayor crecimiento del PIB es explicado desde el punto de vista del factor trabajo en que los trabajadores ocupados crecieron a una tasa superior a la que resultara de la simple absorción de los nuevos trabajadores provenientes del crecimiento vegetativo de la población y del crecimiento tendencial de la población económicamente activa.

En cuanto al factor restante, al igual que en el caso del trabajo durante el 2002 el nivel de subutilización era considerable. Como una medida aproximada de este nivel de utilización por debajo de su pleno uso, citamos los niveles de uso de la capacidad instalada registrados por la Industria Manufacturera de acuerdo con las cifras de INDEC: en promedio durante el 2002 se ubicaba en el 55,7% mientras que a la fecha se encuentra por encima del 70%.

Adicionalmente, en el caso del capital se verifica un determinante más a tener en cuenta al registrar un crecimiento por encima del PIB Potencial. Durante los últimos años se observa un ritmo de inversión superior al proyectado en el largo plazo en respuesta a la destrucción de capital durante el período de recesión, lo cual ha generado que ya a fines del 2004 la inversión neta alcance niveles positivos.

Sin embargo, es importante destacar que como consecuencia de la nueva situación de precios relativos tras la devaluación, la estructura de producción de la economía se encuentra más orientada a una utilización de trabajo más intensiva. En este sentido, nuestro escenario no proyecta, aún en los años luego del cierre de la brecha de producto, una relación de Inversión / PIB anual que alcance los niveles máximos de la década de la Convertibilidad.

Resta por señalar que durante la dinámica analizada, la PTF será algo más elevada que la de largo plazo como resultado del incremento de la productividad de ambos factores, principalmente el factor trabajo el cual esperamos que alcance niveles de productividad superiores como resultado de las paulatinas caídas en los niveles de empleo subocupados (menores de 35 horas semanales).

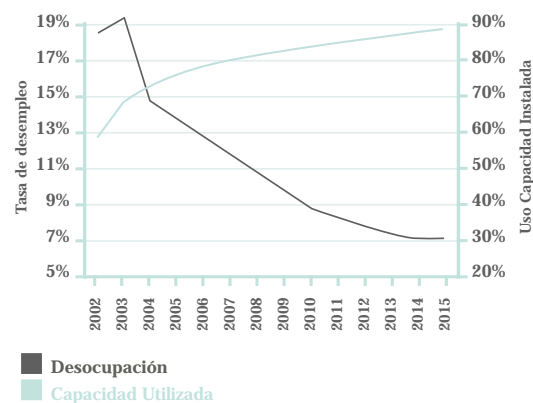
Concluimos entonces que la dinámica del PIB bajo este ejercicio proyecta un crecimiento promedio algo por encima del 4% anual, es decir un punto porcentual por encima del PIB Potencial. Es necesario señalar dos puntos relevantes: a) el carácter conjetural del ejercicio, b) que los resultados alcanzados se establecen utilizando como base la función de producción, es decir sólo contempla el lado de la oferta.

Con respecto a este último comentario se plantea el interrogante de si el PIB durante los próximos años (antes de alcanzar el crecimiento tendencial) podría ser superior. En este sentido es posible proyectar un escenario más optimista al considerar el lado de la demanda como resultado de generar un sendero de inversión más dinámico al propuesto en el ejercicio.

## ¿Puede Argentina crecer más del 5 % en 2005?

En octubre-noviembre del 2004 la expectativa de una rápida solución al problema de reestructuración de deuda en default produjo una mayor demanda de activos locales y mayor intervención del BCRA en el mercado cambiario.

## Desocupación y Uso de la Capacidad Instalada Industrial



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del Ministerio de Economía.

## Dinámica de la Evolución del PIB. Estimación mediante una Función de Producción.

	Trabajo	Capital	PTF	PIB	I/PBI
2003	12.1%	-0.6%	2.9%	<b>8.8%</b>	14.3%
2004	5.9%	0.9%	3.9%	<b>7.6%</b>	17.6%
2005	2.6%	1.4%	2.5%	<b>4.6%</b>	18.5%
2006	2.5%	1.7%	1.8%	<b>4.0%</b>	19.1%
2007	2.2%	2.0%	1.7%	<b>3.8%</b>	19.3%
2008	2.2%	2.2%	1.6%	<b>3.8%</b>	19.5%
2009	2.2%	2.3%	1.5%	<b>3.8%</b>	19.5%
2010	2.2%	2.3%	1.5%	<b>3.8%</b>	19.4%
2011	1.8%	2.3%	1.5%	<b>3.6%</b>	19.1%
2012	1.8%	2.2%	1.5%	<b>3.5%</b>	18.7%
2013	1.7%	2.2%	1.5%	<b>3.5%</b>	18.3%
2014	1.5%	2.1%	1.5%	<b>3.3%</b>	17.9%
2015	1.3%	2.0%	1.5%	<b>3.2%</b>	17.5%

Fuente: BBVA Banco Francés.

## Relación IBIF/PIB.

	a precios constantes	a precios corrientes	precios relativos IBIF/PIB
1998	21.1%	19.9%	94.5
2002	11.3%	12.0%	106.0
2003	14.3%	15.1%	105.7
2004(e)	17.6%	18.6%	105.7
2005(e) Base	18.6%	19.6%	105.7
2005(e) optimista	19.2%	20.3%	105.7

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de Cuentas Nacionales, Ministerio de Economía.

## Evolución de los precios relativos de la IBIF/PIB.



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de Cuentas Nacionales, Ministerio de Economía.

De forma similar, una solución favorable al proceso de renegociación de la deuda intensificaría los ingresos de capitales en 2005, aumentando la disponibilidad de financiamiento para la economía argentina.

Al mismo tiempo, una exitosa reestructuración de deuda reduciría la prima de riesgo país potenciando la demanda de inversión ante la caída del costo del capital. En este entorno, no sorprendería un aumento de la Inversión del orden del 15% lo cual podría impulsar un crecimiento del PIB cercano al 5,5%. Bajo estos supuestos, la relación Inversión/PIB (a precios constantes de 1993) llegaría en 2005 al 19,2%, casi un punto porcentual por encima de nuestro escenario base.

En cambio, a precios corrientes el cociente entre Inversión y PIB se elevaría a 20,3% lo cual luce a priori demasiado elevado considerando el ratio máximo de 19,9% alcanzado en 1998.

Sin embargo, este valor está distorsionado por el cambio de precios relativos ocurrido luego de la devaluación. Durante los '90, la evolución del tipo de cambio real originó una paulatina caída en los precios relativos entre la inversión y el PIB, es decir en el ratio entre el deflactor de la IBIF y del PIB, debido a que la participación de bienes transables es mucho mayor en los bienes de inversión que entre todos los producidos nacionalmente.

A partir de la drástica devaluación del peso en el 2002, el precio de los bienes transables comenzó incrementarse considerablemente y dado el contexto recesivo por el que atravesaba el país, los bienes no transables quedaron significativamente rezagados respecto a los primeros. El resultado de este importante cambio en los precios relativos entre transables y no transables tuvo claras consecuencias en el ratio entre los precios de la IBIF y del deflactor del PIB.

A los nuevos precios relativos, la mayor participación de la inversión dentro de la economía no luce exagerada y podría ser fácilmente financiada. Este incremento de la inversión requeriría un financiamiento adicional de \$4.300 millones de pesos corrientes equivalente a una entrada de capitales ligeramente superior a los US\$14.000 millones en el año.

En términos históricos, este monto luce accesible y no requeriría aumentar la proporción de la inversión financiada con recursos propios por las empresas aún con una mínima mejora en la entrada de capitales. Incluso la proporción de auto-financiamiento podría reducirse ligeramente si el aumento de los préstamos en el mercado doméstico supera nuestra previsión como lo indican los datos recientes (Ver capítulo Monetario).

## Financiamiento de la inversión (en millones de pesos corrientes).

	Inversión Bruta Fija	Endeudamiento Externo	Inversión Ext. Directa	Préstamos Bcario. Domést.	Recursos Propios % IBIF 1/
1995	46.285	4.743	5.609	3	78%
1996	49.211	3.478	6.949	5.120	68%
1997	56.727	11.248	9.160	9.244	48%
1998	59.595	7.733	7.291	10.248	58%
1999	51.074	-4.345	13.407	547	81%
2000	46.020	-1.881	6.923	-738	91%
2001	38.099	-12.703	2.166	-4.721	140%
2002	37.387	-21.982	3.716	-4.049	160%
2003	56.903	-6.693	3.010	-7.983	121%
2004(e)	80.637	48	4.882	6.975	85%
2005(e) Opt.	99.570	1.530	6.120	6.724	85%

1/ Los recursos propios se obtienen por diferencia e incluyen errores y omisiones ya que no disponemos de información discriminada de flujos de fondos.  
Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de BCRA y Ministerio de Economía.

## La inflación minorista se encuentra estabilizada.

La inflación acumulada en el año al mes de octubre asciende al 5,2% en serie original, lo que representa un incremento promedio de 0,5% mensual. Sin embargo, como puede observarse en el gráfico, la evolución de las tasas de variación (suavizadas a partir de tomar trimestres móviles) muestran una volatilidad relativa considerable a lo largo del año.

Durante los primeros meses del 2004 el nivel de precios crecía por debajo del 0,3% mensual, hacia mediados de año las tasas ascendían al 0,7%, en tanto que en los últimos meses la inflación minorista se estabiliza en 0,5% mensual.

Con el fin de analizar las causas de la volatilidad observada hacemos uso de la clasificación recientemente incorporada por el INDEC de agrupar los bienes y servicios que conforman la canasta del índice en tres categorías.

Como cabría esperar el comportamiento de los bienes que cuentan con mayor estacionalidad en su desempeño (estacionales) son los que explican casi totalmente las desviaciones con respecto a la tendencia mensual señalada. No obstante, es importante destacar las diferencias existentes entre rubros como Esparcimiento e Indumentaria que siguieron su patrón de estacionalidad anual, de bienes como Frutas y Verduras, esta última especialmente, que muestra una mayor aleatoriedad.

En cuanto a los bienes y servicios regulados (ya sea directamente por el Gobierno Nacional o bien con un alto componente impositivo que influye de manera determinante en el precio), la incidencia principal deriva de los ajustes realizados en cigarrillos a partir del segundo trimestre del año (generados por ambas tabacaleras en acuerdo con el Gobierno Nacional) ya que continuó la estabilidad en las tarifas de los servicios públicos. Adicionalmente, la política de retenciones móviles sobre el petróleo crudo permitió aislar en gran medida la evolución del precio de éste respecto al internacional.

Finalmente, el resto de los bienes y servicios que conforman el índice dan cuenta de una relativa estabilidad durante el año pero a un nivel superior al que registraran durante el 2003 ante los paulatinos ajustes realizados sobretodo en algunos servicios (educación y salud, principalmente).

Ahora bien al observar la serie de IPC ajustada por estacionalidad su crecimiento mensual se ubica en el 0,5%, lo que permite pensar en la existencia de una tendencia en torno al valor mencionado.

Es por esto que en nuestra visión de corto plazo, proyectamos que continúe verificándose en el resto del año la mencionada tendencia con lo cual el 2004 culminaría con una variación de precios minorista del 6,0% anual.

Una pregunta que puede surgir a la luz de los datos comentados es: que originó la aceleración de los precios entre el 2003 (3,6%) y el 2004 (nuestra proyección: 6,0%). Entendemos que esta aceleración tiene como causas principales: a) el cambio de expectativas en materia de tipo de cambio nominal a principios del 2003. El overshooting en las expectativas del tipo de cambio determinó un ajuste a la baja en algunos componentes del IPC durante el 2003. b) la recomposición en el nivel demanda agregada durante el 2004 permitió el aumento en ciertos rubros, principalmente los relacionados con algunos servicios.

## En el 2005 la inflación se mantiene.

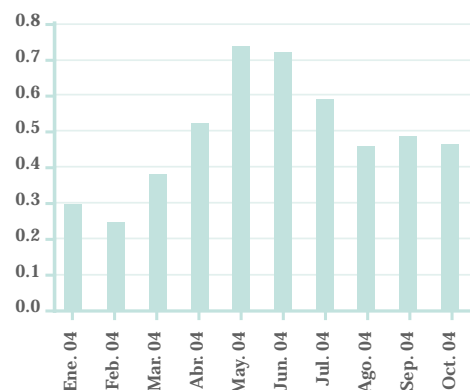
Con el fin de construir un escenario de precios para el 2005 se tuvieron en cuenta dos factores: 1) un crecimiento tendencial del nivel de precios, 2) una hipótesis de incremento de las tarifas públicas.

En lo que respecta al crecimiento tendencial del nivel de precios proyectamos que durante el próximo año no existirían presiones que pudieran alterarlo.

En primer lugar, aún cuando continuamos estimando un fuerte exceso de oferta de divisas que obligará al BCRA a inyectar liquidez en el mercado con el fin de continuar su estrategia de sostener el tipo de cambio, no vemos un incremento de base por encima del PIB nominal (12,3%) y por lo tanto que genere mayores niveles de inflación, debido a que esperamos que el Banco Central esterilice la mayor emisión vía colocación de títulos en el mercado. En segundo lugar, los significativos superávits fiscales proyectados para el próximo año contribuirán como un factor contractivo de la demanda al restar capacidad de compra a los agentes privados, permitiendo que el nivel de precios evolucione de forma contenida.

## Evolución del índice de Precios al Consumidor.

Variación % promedio últimos 3 meses.



Fuente: INDEC.

## Variaciones % Promedios Mensuales.

	Nivel Gral.	Estacionales	Regulados	Resto IPC
I Trim. 03	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%
II Trim. 03	-0.1%	-2.0%	0.1%	0.1%
III Trim. 03	0.2%	0.7%	0.7%	0.0%
IV Trim. 03	0.3%	2.5%	0.0%	0.1%
I Trim. 04	0.4%	-0.5%	0.3%	0.5%
II Trim. 04	0.7%	1.5%	0.6%	0.6%
III Trim. 04	0.5%	0.8%	0.4%	0.4%

Fuente: INDEC.

De esta forma el incremento de precios del 2005 explicado por la tendencia (6,1%) alcanzaría a niveles similares al observado durante el 2004.

Adicionalmente, sobre esta tendencia incorporamos una hipótesis de incremento de tarifas públicas. En nuestra proyección los aumentos de tarifas alcanzan a los servicios públicos para la vivienda y a los distintos medios de transporte público para pasajeros que en conjunto cuentan con una ponderación en el índice algo por encima del 14%.

Asimismo, estimamos que los rubros mencionados verificarán un aumento a lo largo del año de algo menos del 15% en promedio (prevemos que los rubros incorporados dentro de la categoría transporte público de pasajeros exhibirán un incremento inferior al promedio).

Es de esta forma que la incidencia en el IPC del incremento en las tarifas de los servicios públicos será de 1,8% anual. Al sumar ambos factores alcanzamos nuestra proyección de inflación para todo el 2005 que establecemos entorno al 8,0%.

Como conclusión de verificarse nuestra estimación para el 2005 estaríamos en presencia de un lento reajuste del precio de los componentes menos transables en relación a los transables. De esta forma un reajuste más rápido de los no transables, vía incrementos relativos en los precios de los servicios provistos por el sector privado como salud, educación entre otros (escenario al cual le otorgamos poca probabilidad), implicaría niveles más altos de inflación y representarían el correlato de una mayor apreciación del tipo de cambio real.

### El Tipo de Cambio Real Multilateral no mostraría variaciones durante el 2004.

El tipo de cambio nominal culminaría el 2004 cotizando algo por debajo a los \$3,00 por dólar. Dado que a fines del 2003 su valor se establecía en \$2,96, la devaluación registrada durante el presente año sería poco significativa.

Aún cuando el excedente de divisas generado en el mercado de cambios durante el 2004 fue superior al del pasado año, debido a las mayores liquidaciones de exportación como resultado del incremento de los precios internacionales del complejo sojero, este mayor excedente no impactó negativamente en el tipo de cambio nominal debido a las mayores intervenciones del BCRA.

Al combinar esta previsión de tipo de cambio nominal con la estimación de IPC mencionada en el capítulo de precios (6,0%), obtenemos que el tipo de cambio real bilateral se apreciaría algo menos de un 4,0%.

Sin embargo, al calcular el Índice de tipo de cambio real multilateral (ITCER) que intenta medir el nivel de competitividad del país tomando en cuenta la dinámica de los tipos de cambio real de sus principales socios comerciales, encontramos que la proyección del mismo para fines de 2004 prácticamente no muestra variaciones.

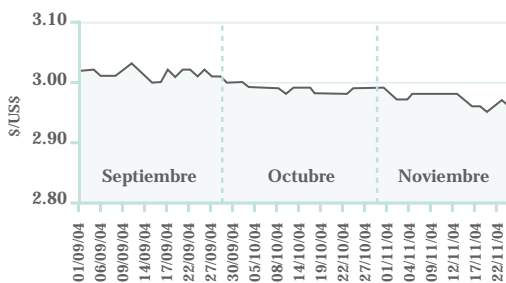
Este resultado responde lo acontecido con dos de nuestros socios comerciales: Brasil y la zona del Euro. En el caso de Brasil la escasa devaluación que registraría en su tipo de cambio nominal durante el 2004 no compensaría la inflación, dando por resultado una apreciación real del orden del 6,0%. En la misma línea, aunque en una magnitud menor, los países de la zona del Euro también apreciarían sus monedas en términos reales con respecto al dólar, y a diferencia de Brasil dicha caída también se origina en una apreciación nominal que se adiciona al impacto generado por el incremento de los precios.

### Mientras que durante el 2005 se verificaría una ligera apreciación del ITCER.

Nuestro escenario base en materia de tipo de cambio nominal para el 2005 proyecta una ligera devaluación (cerca al 4,0%) estableciendo el valor del dólar en torno a \$3,10. Tomado en cuenta este valor y nuestra proyección de inflación (8,0%), el tipo de cambio real bilateral en el próximo año registraría una nueva apreciación de magnitud semejante a la que esperamos verificar en el 2004 (4,0%).

Las causas que originaran una escasa devaluación en el tipo de cambio nominal, no difieren significativamente de las que marcaron la dinámica del

### Evolución del Tipo de Cambio.



Fuente: BBVA Banco Francés.

tipo de cambio durante el corriente año. Según nuestras estimaciones, el balance cambiario (en base caja) durante el 2005 daría como resultado un excedente de divisas en el mercado de cambios que alcanzaría a US\$ 7.000 millones.

Este excedente, al igual que en el 2003 y 2004, dependerá principalmente del importante superávit de balanza comercial. No obstante, y como se señala en punto referente a la Balanza Comercial, estamos asistiendo a una paulatina disminución de los excedentes de comercio exterior, hecho que determina los menores excedentes proyectados para el 2005, y que solo se compensa por mayores ingresos de divisas por la cuenta capital.

El exceso de oferta mencionado, de no mediar intervención por parte del BCRA, originaría una presión a la baja sobre el valor del dólar. No obstante, en nuestro escenario base, el Banco Central continúa manteniendo su estrategia de sostener el tipo de cambio, por lo cual esperamos una intervención de esta entidad con el fin de compensar los excedentes de divisas del mercado generados por los agentes privados.

Es justamente esta configuración del mercado, 1) importantes excedentes de divisas por parte del sector privado y 2) sostenida intervención por parte del BCRA, la que determina una proyección donde se verifique una ligera devaluación del tipo de cambio nominal durante el 2005.

Ahora bien, al tomar en cuenta las evoluciones previstas de los tipos de cambio e inflaciones de nuestros principales socios, se observa que la magnitud de la apreciación del ITCER se reduce a la mitad de la del tipo de cambio real comentada anteriormente. Esto se explica a partir de los comportamientos que esperamos sigan tanto el tipo de cambio real de Brasil como el de la zona del Euro.

En el 2005, el socio comercial que pasa a colaborar en mayor medida en favor de nuestra competitividad es el grupo de países europeos, ya que estimamos que el Euro se apreciará nuevamente con respecto al dólar en el 2005. Si a esto se le adicionan los efectos de la inflación, la apreciación real de los países de la zona del Euro alcanzaría al 4,0%.

Con respecto a Brasil, la apreciación de su tipo de cambio real durante el 2005 no será muy significativa (1,0%), ya que la devaluación en el tipo de cambio nominal compensará casi totalmente la inflación.

Finalmente consideramos dos escenarios con un menor tipo de cambio nominal que el proyectado en el Base, lo cual es consistente con un canje exitoso de la deuda pública y una considerable entrada de capitales.

En la tabla que se muestra, junto al escenario base se incluyen dos escenarios adicionales de tipo de cambio nominal, uno de los cuales (escenario A) establece al tipo de cambio nominal en el mismo nivel que esperamos culmine el 2004, y otro (escenario B) que exhibe una caída de 3,3%.

Al tomar en cuenta un supuesto de inflación similar al del escenario base ya comentado, los mismos dan cuenta de apreciaciones mayores tanto en tipo de cambio real (bilateral) como en el ITCER, aunque menores en este último por efecto de las apreciaciones esperadas en nuestros socios comerciales tal como ocurría en el escenario base.

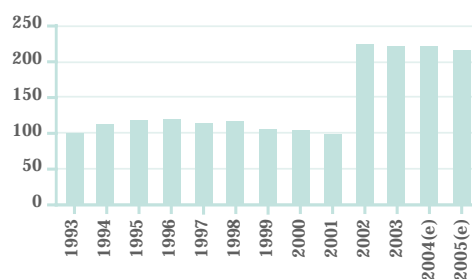
En conclusión, aún cuando en todos los escenarios se verificaría algún nivel de apreciación en el ITCER, en el escenario base esta apreciación es más lenta lo cual es consistente con nuestra predicción base de IPC donde los rubros menos transables recomponen más lentamente su participación en el índice frente a los transables.

En cambio, los escenarios A y B donde es mayor el ajuste en el ITCER se corresponden con un aumento relativo más importante de los componentes no transables respecto a los transables.

### Lento cierre de la brecha externa.

La abrupta salida de la Convertibilidad con el abandono del tipo de cambio fijo y la fuerte devaluación de la moneda doméstica que le siguió, fue el corolario de la acción conjunta de distintos factores que afectaron a la economía argentina no sólo en los últimos meses de vigencia de la misma (falta de gobernabilidad, apreciación del peso, recesión, elevado endeudamiento, desconfianza y fuga de capitales).

### Evolución del índice de Tipo de Cambio Real Multilateral.



Fuente: BBVA Banco Francés.

### Evolución de TCR bilateral e ITCER.

	Argentina	Brasil	EE.UU	Euro	ITCER
2004(e)	-3.7%	-6.2%	-3.3%	-3.5%	0.1%
2005(e)	-3.7%	-1.0%	-1.9%	-4.0%	-2.1%

Fuente: BBVA Banco Francés.

### Argentina: escenarios de TCN y ITCER para 2005.

	Nivel TCN	Var. TCN	Var. TCR	Var. ITCER
Esc. Base	3.12	4.0%	-4.0%	-2.1%
Esc. A	3.00	0.0%	-7.4%	-5.9%
Esc. B	2.90	-3.3%	-10.5%	-9.0%

Nota: Los escenarios tienen un supuesto de inflación de 8.0%.

Fuente: BBVA Banco Francés.

### Evolución Comercio Exterior.



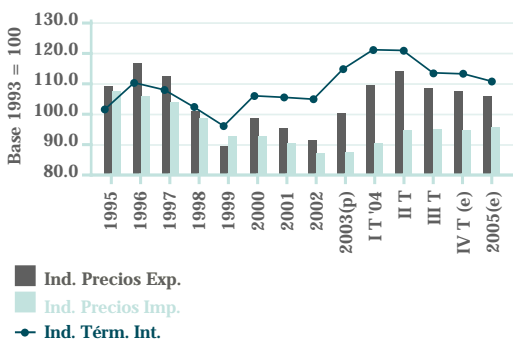
Fuente: BBVA Banco Francés e INDEC.

### Balanza Comercial en millones de US\$.

Concepto	2003		Estimación 2004		Estimación 2005	
	mill. US\$	Var. %	mill. US\$	Var. %	mill. US\$	Var. %
Export.	29.565,8	16,6	33.400,0	13,0	34.600,0	3,6
Import.	13.833,5	53,9	22.100,0	59,8	25.800,0	16,7
Saldo BC	15.732,3		11.300,0		8.800,0	

Fuente: BBVA Banco Francés sobre información de INDEC y estimaciones propias.

### Evolución Índices de Precios de Comercio exterior.



Fuente: BBVA Banco Francés e INDEC.

Esto provocó que en el año 2002 se produjera una fuerte caída en la absorción doméstica lo que implicó un derrumbe en el monto de importaciones, con lo cual el nivel de desahorro externo alcanzó su nivel máximo.

Con la recuperación en la demanda doméstica que se inicia hacia el IV trimestre '02 comienza a observarse una mayor demanda de productos importados, tendencia que se fue acentuando luego a medida que la recuperación tomó fuerza. Así con unas exportaciones que crecen en términos nominales a un promedio de casi un 14% anual, si bien el mayor efecto fue vía precios como se verá más abajo, las importaciones mostraron un mayor dinamismo con un crecimiento promedio en los dos últimos años del 56% en valores nominales, aquí sí predominando el efecto cantidades.

Con este dinamismo dispar en la evolución de ambas variables es que proyectamos que la brecha externa continúe cerrándose durante el próximo año, pero aún manteniendo un superávit importante.

Nuestra previsión contempla una desaceleración en el ritmo de expansión de las importaciones por dos vías, un menor crecimiento de la actividad y una elasticidad/PIB inferior ya que los niveles alcanzados durante el 2003/2004 los consideramos propios de una etapa de reconstitución pero no sostenibles a más largo plazo.

No obstante ello, la elasticidad continuará siendo alta pese al cambio de precios relativos que se produjo en la economía argentina tras la devaluación. Entre otras razones, eso es así porque el aparato productivo se ha vuelto más intensivo en el uso de insumos importados con los cambios acaecidos en la década de los '90 y además, principalmente, porque la Inversión lidera el proceso de recuperación de la actividad y Argentina es un país importador neto de Bienes de Capital.

Al ralentizarse el nivel de crecimiento de la Inversión esperamos que repercuta con una caída no sólo en el impacto que ella tiene sino también sobre el nivel de elasticidad, dado que en un primer momento hubo necesidad de reconstituir pérdida neta de stock de capital. Es por ello que para el próximo ejercicio prevemos una elasticidad/PIB que se reduciría de un nivel de 6,1 durante el 2004 a algo más de la mitad (3,3). En cuanto a los precios esperamos una variación en línea con la inflación internacional (2,0%), supuesto claramente conservador tomando en cuenta que al igual que este año los Bienes Intermedios y los Bienes de Consumo pueden tener un comportamiento superior.

En cuanto a las exportaciones, luego de la desaceleración observada en las cantidades durante el 2004 como consecuencia de los problemas climáticos que influyeron en la cosecha local de soja, estimamos que se recuperaría el ritmo de crecimiento promedio de los últimos años, mientras que los precios de exportación tendrían una variación negativa en promedio del 3,4% como se desarrollará más abajo al tratarse la evolución de los términos del intercambio.

### La soja y el petróleo sostuvieron los términos del intercambio en 2004.

Argentina atraviesa una etapa de Términos del Intercambio muy favorables por el comportamiento de los precios de exportación (soja y petróleo, fundamentalmente).

La información disponible sobre la evolución del Índice de los Términos del Intercambio hasta el tercer trimestre de 2004 (más la proyección que hacemos para el IV trimestre) nos indica que el Índice registrará este año una pequeña suba con respecto al promedio del 2003, ubicándose en un nivel récord desde que se monitorea la serie (1986 a la fecha).

Este comportamiento promedio engloba trayectorias temporales diversas. La fuerte suba de los precios de exportación de los granos y los subproductos oleaginosos durante la primera parte del año más que compensó la caída que sufrieron en la segunda mitad del año al conocerse las cifras de las nuevas cosechas del hemisferio norte. Además, debe tenerse en cuenta que el precio del petróleo crudo y sus derivados tuvo un ciclo inverso con un segundo semestre de valores muchos más elevados ante la presencia de factores coyunturales (los problemas de la empresa rusa Yukos, los huracanes que asolaron el Caribe y el sur de los EE.UU. y los mayores riesgos geopolíticos en el Medio Oriente) que aceleraron la tendencia alcista que venían mostrando bajo la acción de factores de carácter más estructural (mayor demanda de China).

## En 2005 esperamos un retroceso en los Términos del Intercambio aunque seguirán siendo elevados históricamente.

Nuestra proyección de los precios de exportación se basa en estimaciones de precios para los principales commodities y un supuesto de que el resto de los productos, al igual que los precios de importación, presenta una variación acorde con la inflación internacional.

El complejo sojero luego de la excelente cosecha estadounidense y las perspectivas favorables sobre las cosechas de Brasil y Argentina exhibe ahora precios inferiores en promedio a los vigentes en el 2004. Sin embargo, las perspectivas para fines del 2005 incorporan un alza con respecto a los valores de fines de 2004 debido a la incertidumbre que ocasionan las recientes noticias sobre la aparición de roya asiática en EE.UU. (Ver en Artículos, "Las cotizaciones del Complejo Sojero mejoran en el margen"). En cuanto al petróleo, el escenario es de una paulatina normalización de la situación del mercado, con lo cual los precios se ajustarán en forma importante entre puntas, quedando el promedio un poco más de un 2% por debajo del registrado en el 2004 (Ver desarrollo del tema en Panorama Internacional).

De esta manera, los precios de exportación sufrirían una baja en promedio del 3,4% con relación a los valores registrados en el 2004, pero este juicio debe matizarse teniendo en cuenta que los precios promedio del año venidero serán superiores a los del IV trimestre '04.

Los Términos del Intercambio entonces caerían algo más del 5% en promedio en 2005 aunque este mismo comportamiento no se verifique entre puntas. Gran parte del ajuste en los precios ya se hizo durante la segunda mitad de este año y un dato ilustrativo es que el índice de términos de intercambio observado del tercer trimestre '04 es inferior en un 5,6% al promedio del primer semestre del año. Si bien los Términos del Intercambio en el 2005 se siguen deteriorando ahora lo hacen marginalmente a una tasa menor.

Finalmente, dos comentarios sobre el nivel proyectado de Términos del Intercambio: a) continúan siendo superiores a los registrados en los años 1996/97, el ciclo anterior de altos precios de commodities y b) puede existir un sesgo optimista en nuestro supuesto de que los precios de importación aumentan como la inflación internacional ya que podrían mantener el dinamismo del 2004 (acumulan un aumento de 7,1% en 9 meses) en especial en sus componentes de Bienes Intermedios y Bienes de Consumo. No obstante, hay que tener en cuenta que los precios de exportación podrían caer menos que lo proyectado si las noticias recientes (aparición de roya asiática y vaca loca en EE.UU.) tienen un impacto más duradero sobre los precios de los granos y derivados.

## Desplazamiento en el intercambio con las principales zonas o países.

Si se analizan las cifras del intercambio comercial argentino con sus principales socios como si se vieran dos fotografías, una tomada en 1998 y otra en el 2003, se pueden observar importantes cambios en la composición de los flujos de bienes comercializados.

En primer lugar se destaca la pérdida de participación de Brasil, que no obstante sigue siendo el principal socio comercial del país, como así también de los Estados Unidos y de la Unión Europea (considerada esta Unión con la integración que poseía a esa fecha, es decir 15 países miembros).

En segundo lugar, se pueden observar hacia donde aumentaron los flujos de comercio, con los países integrantes del Asean y, en especial, China, como los destinos que más contribuyen al dinamismo comercial. Finalmente, es particularmente destacable el incremento en la participación de Chile que gana lo que pierde Brasil.

De lo anterior se concluye que Argentina expande comercio con socios a: a) exporta preferentemente commodities y b) presentan balanza comercial positiva.

No obstante, con respecto a este último punto debe comentarse que el intercambio del 2003 es marcadamente superavitario con casi todas las zonas económicas a consecuencia del fuerte ajuste de la economía argentina ya comentado. Dos países creemos que deben ser destacados en este aspecto: a) el caso de Brasil, que en ese año registra un primer resultado deficitario para la balanza argentina desde el inicio del Mercosur y b) el caso de Chile donde el superávit aumenta notablemente, teniendo en cuenta que el saldo es siempre favorable para el país.

## Índice de precios de Comercio Exterior. Base 1993 = 100.

Periodo	Índice de Exportación	Índice de Importación	Índice de términos del intercambio	Variación % Interanual
1996	115,9	105,6	109,8	7,8%
1997	111,9	103,2	108,4	-1,2%
1999	89,1	92,4	96,4	-5,9%
2003	99,7	87,1	114,5	9,1%
2004(e)	109,3	93,2	117,3	2,5%
2005(e)	105,6	95,1	111,1	-5,4%

Fuente: BBVA Banco Francés e INDEC.

Zonas Económicas o países	Participación % Comercio		
	1998	2003	Cambio
Brasil	26,0	21,6	-4,4
Chile	4,4	8,8	4,4
EE.UU.	14,6	12,4	-2,2
Unión Europea - 15	22,8	19,7	-3,1
ASEAN	2,0	3,2	1,1
China	3,4	7,6	4,2
Japón	3,6	1,7	-1,9
Resto	23,1	25,0	1,9

Fuente: INDEC.



## Las cotizaciones del Complejo Sojero mejoran en el margen (\*)

### Precios Complejo Sojero (Cotizaciones FOB Puertos Argentinos en US\$/ton)

Producto	2003	2004 (e)		2005 (e)		Var. % 2005/04	
	Prom.	Prom.	Dic. (e)	Prom.	Dic.	Prom.	Dic.
Semilla	238	274	220	227	232	-17.2	5.5
Aceites	517	545	480	487	495	-10.6	3.1
Harinas	182	190	140	148	156	-22.1	11.3

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de Secretaría de Agricultura y elaboración propia.

En el complejo sojero (en adelante soja) estamos considerando tanto la semilla de soja que es utilizada per se como alimento humano y los dos coproductos que surgen de su molienda, el aceite destinado también al consumo humano y las harinas que son usadas como alimento para animales.

La soja tiene gran importancia en las dos economías mayores del Mercosur. En efecto, las exportaciones de soja en Brasil alcanzaron en el año 2003 a US\$ 8.125 millones sobre un total de US\$ 73.080 millones, un 11,1%, mientras que para Argentina en igual período sobre un total exportado de US\$ 29.566 millones, la soja aportó US\$ 7.097 millones, 24,0% del total.

La producción de semilla de soja mostró a partir de la segunda mitad de los años '90 una expansión marcadamente superior a la de las restantes semillas oleaginosas en el ámbito internacional. Ello fue consecuencia de la incorporación en algunos de los principales países productores de las semillas transgénicas resistentes al herbicida glifosato que permitieron un considerable aumento en los rendimientos promedio obtenidos por hectárea y una ampliación de la frontera de producción del producto. Tanto los EE.UU. como Argentina han incorporado las semillas genéticamente modificadas totalmente a su producción, mientras que en el caso de Brasil su incorporación ha sido parcial en algunos Estados ya que el Gobierno Federal autorizó temporalmente su uso.

El crecimiento promedio durante el período 1996/2003 de la producción sojera a nivel mundial fue del 6,9% anual promedio, en tanto que el Producto Bruto mundial lo hacía a una tasa promedio del 3,5% anual.

Pero esta mayor capacidad de producción que permitieron los nuevos paquetes tecnológicos a costos más bajos y con una mayor facilidad de manejo de la misma tuvo lugar en un escenario de creciente demanda de productos derivados de la soja (tanto aceites como harinas) de los países en desarrollo (en especial la República Popular China) y el importante avance en el uso de las harinas proteicas de este origen para forraje por parte de la Unión Europea luego de los inconvenientes sanitarios tras la declaración de la problemática de la "vacca loca".

### Ventajas comparativas.

De acuerdo con un estudio de Rabobank International donde se comparan los rendimientos por hectárea de la producción de la semilla de soja con respecto a la de maíz en los tres principales países productores surge que EE.UU. muestra la relación más favorable con respecto al maíz (8,51 ton/ha de maíz frente a 2,55 ton/ha de soja), Brasil la más favorable a la soja (3,21 ton/ha frente a 2,77ton/ha, en igual orden), mientras que la Argentina se encuentra en una posición intermedia (6,16 ton/ha y 2,75 ton/ha).

Pero es en materia de costos de producción donde Argentina muestra su mayor competitividad en la producción de soja, ya que sus costos se ubican más de un 30% por debajo de los correspondientes a sus dos principales competidores que muestran valores similares.

### Situación del mercado y perspectivas.

Una característica de importancia que se pudo observar en las últimas campañas fue el crecimiento de los stocks internacionales remanentes que incluso lo hicieron más fuertemente que la demanda, lo que constituyó un factor de estabilización en los precios, a excepción de la última campaña cuando la importante declinación de la producción por problemas climáticos en EE.UU., Brasil y Argentina ocasionó un fuerte crecimiento en los precios en la primera mitad del año para luego caer ante la retracción de la demanda proveniente de China.

Con la entrada de la nueva campaña estadounidense y las buenas perspectivas que presentan las correspondientes a Brasil y Argentina, los otros dos grandes productores, es que las cotizaciones se han mantenido en niveles sensiblemente más bajos a los vigentes en la primera mitad del año.

El Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA) estimó en su último informe de noviembre pasado que la campaña 2004/05 presentaría una producción de 230,1 miles de millones de toneladas, superior en un 21,4% a la observada en la campaña anterior que, como mencionáramos más arriba, estuvo afectada por problemas climáticos.

El repunte que se está observando en los precios de la soja para la segunda mitad del 2005 tiene que ver con la incógnita que se abre ante la aparición de la roya en suelo estadounidense.

Hasta el momento el primer productor mundial había estado exento de la presencia de este hongo que afecta notablemente los rendimientos obtenidos, especialmente en lo que hace a su especie denominada "asiática" que es la observada en EE.UU. Los otros dos importantes países productores (Brasil y Argentina) ya habían detectado su presencia en campañas anteriores (2000/2001 y 2001/2002, respectivamente) existiendo en el caso de Argentina un Programa Nacional tendiente a evitar su propagación.

Su impacto sobre la cosecha actual no es relevante puesto que ya se encuentra cosechado alrededor del 90% del área sembrada en EE.UU., pero su influencia tiene más peso sobre los precios futuros que se están observando por el interrogante que se abre sobre el impacto futuro que la enfermedad pudiera tener sobre las plantaciones.

Los precios de los productos derivados muestran una significativa correlación con el de la semilla, principalmente en el caso de las harinas, por lo que se observa una mejora también en estas cotizaciones. No obstante, debe remarcarse el hecho que debido a que los precios exhibieron valores muy altos para los distintos productos en la primera parte del año 2004 es que, si tomamos en consideración los niveles promedio de las cotizaciones, las esperadas en el 2005 sean marcadamente inferiores.

### Estimaciones de superávit en Cuenta Corriente Base Caja.

	2003 mill. US\$	2004(e) mill. US\$	2005(e) mill. US\$
<b>Balanza de Mercancías</b>	<b>12.595</b>	<b>11.890</b>	<b>9.929</b>
<b>Balanza Servicios Reales</b>	<b>-337</b>	<b>-375</b>	<b>-490</b>
<b>Intereses pagados total</b>	<b>-2.883</b>	<b>-2.596</b>	<b>-3.739</b>
Sector Privado	-1.148	-1.287	-1.426
Sector Público	-1.735	-1.309	-2.313
Multilaterales	-1.735	-1.309	-1.213
Acreedores privados	0	0	-1.100
<b>Utilidades y dividendos</b>	<b>-869</b>	<b>-1.156</b>	<b>-1.453</b>
<b>Cuenta Corriente Caja como % PIB</b>	<b>8.731 6,9%</b>	<b>8.013 5,5%</b>	<b>4.496 2,8%</b>

Fuente: BBVA Banco Francés en base a Estimaciones de Balance de Pagos, Ministerio de Economía y Balance Cambiario BCRA.

### Movimiento de Capitales y Variación de Reservas.

	2003 mill. US\$	2004(e) mill. US\$	2005(e) mill. US\$
<b>Cuenta Corriente Caja</b>	<b>8.731</b>	<b>8.013</b>	<b>4.496</b>
<b>Cuenta Capital</b>	<b>-5.149</b>	<b>-3.027</b>	<b>-994</b>
<b>Movimientos de capital sector privado</b>	<b>-3.811</b>	<b>-1.855</b>	<b>106</b>
Inv. directa de no residentes	809	969	1.154
Inv. de cartera de no residentes	509	544	653
Préstamos financ. y líneas de crédito	-1.184	-935	400
Formación activos externos s. privado	-4084	-2.433	-2.100
Otros Movimientos	139	0	0
<b>Movimientos de capital sector público</b>	<b>-1.338</b>	<b>-1.172</b>	<b>-1.100</b>
<b>Variación Reservas</b>	<b>3.582</b>	<b>4.986</b>	<b>3.503</b>

Fuente: BBVA Banco Francés en base a Estimaciones de Balance de Pagos, Ministerio de Economía y Balance Cambiario BCRA.

### El superávit en cuenta corriente se reducirá en más de US\$ 3.500 millones.

El deterioro del balance comercial resultará en una previsible caída del superávit en cuenta corriente en 2005. El crecimiento de las importaciones se verá reflejado en un mayor déficit en la cuenta de servicios reales por aumento de las importaciones de fletes y seguros. Aunque las exportaciones de servicios, en particular turismo, proceden a buen ritmo no alcanzan a compensar los egresos del rubro.

Las rentas de la inversión (Intereses) están computadas tradicionalmente en la metodología de Balanza de Pagos en base devengada. Dado que gran parte de la deuda soberana de Argentina está en default desde el 2002, los intereses pagados de acuerdo a la estadística de balanza de pagos (calculados según las condiciones de emisión original de los bonos) no reflejan adecuadamente los flujos efectivos. Para comparar el 2004 y el 2005, entonces, hemos estimado una cuenta corriente en base "caja" donde se registran sólo los intereses efectivamente pagados, por ejemplo a organismos multilaterales. Para 2005, suponemos egresos por intereses de la deuda privada levemente mayores al 2004 (en las renegociaciones en general no hubo fuertes quitas de capital o reducción de tasas de interés), mientras que agregamos los intereses que pagaría el sector público si la restructuración de la deuda termina exitosamente con un 70% de aceptación.

### ... pero las reservas podrían aumentar US\$ 3.500 millones por entrada de capitales.

Es probable que la finalización del proceso de restructuración de la deuda en default desencadene un ambiente de mayor optimismo sobre las perspectivas a largo plazo de Argentina, particularmente si se logra completar la renegociación de contratos y tarifas de servicios públicos. Ya en el último trimestre del 2004, las estadísticas del mercado cambiario muestran una fuerte disminución en la demanda de dólares por parte del sector privado que ha llevado al BCRA a incrementar sus intervenciones diarias (ver sección Tipo de cambio). Es probable, entonces, que en 2005 se registre una menor "huída" de capitales por parte de residentes argentinos ante el aumento de la confianza y la estabilidad del tipo de cambio. A su vez, en un escenario de mayor confianza, los no residentes podrían incrementar su exposición en la Argentina a través de inversiones de cartera.

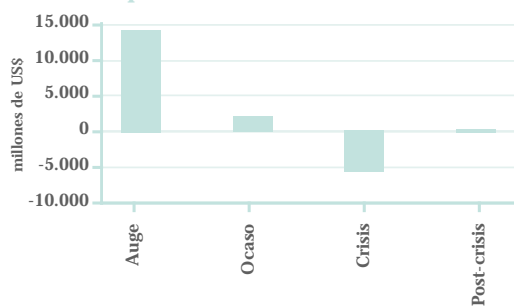
Creemos que la inversión externa directa crecerá lentamente ya que aún faltan resolver muchas incertidumbres en el plano de la seguridad jurídica. Sin embargo, las empresas argentinas podrían volver a recibir financiamiento de corto plazo del exterior en la forma de deuda con proveedores o financiamiento de flujos comerciales. De hecho según las estadísticas del mercado de cambios, ya en el tercer trimestre del 2004, el flujo de préstamos financieros y líneas de crédito fue positivo en US\$ 6 millones.

El sector público, en cambio, estaría reduciendo financiamiento del exterior ya que de prolongarse la suspensión del acuerdo con el FMI, tendría que hacer frente a los vencimientos no prorrogables del 1° trimestre. No habría otros vencimientos de capital en el corto plazo ya que en la propuesta de restructuración de deuda de Buenos Aires, los nuevos bonos recién empiezan a amortizar capital a partir de 2024.

En este escenario de moderado optimismo, entonces, se podría producir una entrada neta de capitales del sector privado el año próximo de alrededor de US\$ 100 millones con lo cual las reservas internacionales del BCRA aumentarían cerca de US\$ 3.500 millones.

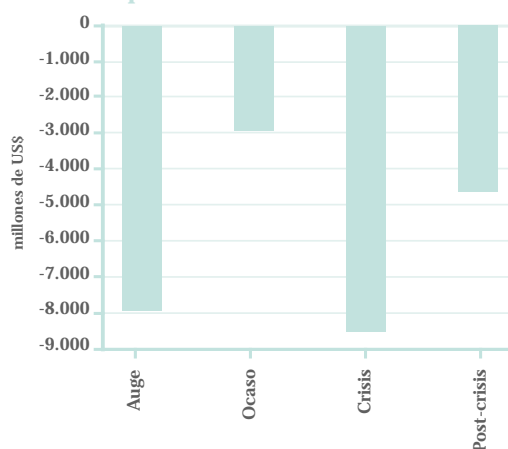
## Una breve historia de los movimientos de capitales en Argentina

### Entrada de Capitales para el sector privado.



Fuente: BBVA Banco Francés en base a Estimaciones de Balance de Pagos, Ministerio de Economía.

### Salida de Capitales para el sector privado.



Fuente: BBVA Banco Francés en base a Estimaciones de Balance de Pagos, Ministerio de Economía.

**Los movimientos de capitales desde y hacia Argentina se han caracterizado por una gran volatilidad** donde los períodos de fuertes ingresos han sido sucedidos por períodos de enormes egresos. Así, durante el auge de la Convertibilidad, Argentina recibió en promedio alrededor de US\$ 12.000 millones de entrada neta de capitales (entrada-salida) por año, mientras que en la crisis del 2001-2, se produjo un egreso neto del mismo monto en promedio anual. En el período que hemos denominado “auge” (1992 al 2° trimestre de 1998), el endeudamiento (repartido prácticamente en partes iguales entre el sector público y el privado) fue el principal mecanismo de entrada de capitales, mientras que en el “ocaso” de la Convertibilidad (3° trimestre 1998 al 4° trimestre 2001), la inversión extranjera directa explicó la mayor parte del ingreso de capitales, aunque estos datos están sesgados por la venta de las acciones remanentes de YPF a Repsol que se produjo durante el período. La emisión de deuda se redujo, en particular para el sector privado ya que el sector público continuó financiándose en el exterior hasta bien entrado el 2001, aumentando la exposición con organismos multilaterales a medida que se cerraban los mercados de deuda voluntaria.

**Otra característica importante de los flujos de capitales de Argentina es que, aún en los años de mayor bonanza, se produce una salida de capitales por parte del sector privado no financiero.** Los residentes argentinos incrementan sus tenencias de activos externos a través de la inversión directa, las inversiones de cartera o simplemente a través de la compra de billetes de dólar u otras monedas duras. Según las estadísticas del Ministerio de Economía, a junio del 2004, los activos externos de los argentinos (excluyendo el sector público) ascendían a US\$ 125 mil millones. Llama la atención en el gráfico que las salidas de capital hayan sido mayores en el “auge” de la Convertibilidad que en el “ocaso”. Esto se debe a que incluyen tanto el sector financiero como no financiero y aunque las salidas de capital del sector privado no financiero fueron superiores a las del período de “auge” por la suba del riesgo argentino, fueron parcialmente compensadas por entradas netas del sector privado financiero. Durante el “ocaso” los bancos repatriaron los encajes que habían constituido en cuentas en Nueva York tras la crisis del Tequila para atender a la salida de depósitos del 2001.

**En este contexto, se produce un flujo de capitales negativo para el sector privado cuando las entradas son insuficientes frente a la salida inercial o cuando aumenta sustancialmente el “capital flight”.** La segunda parte de la Convertibilidad (“Ocaso”) se caracteriza por movimiento de capitales netos negativos para el sector privado, básicamente por menor capacidad de endeudamiento. Durante el 2002, ya en pleno default, se acentuó la reducción de crédito externo mientras que la inversión extranjera directa se redujo a un sexto de su nivel previo. En este período, la huida de capitales del sector privado se incrementó un 50 % sobre sus ya elevados niveles mientras que el sector financiero registró un movimiento positivo por ingreso de disponibilidades en el exterior y operaciones de pasajes y futuros a liquidar. En el neto, se produjo una salida neta de capitales de casi US\$ 8.500 millones anuales durante la crisis que diezmo la economía resultando en una caída del PIB de 10.9 %. La diferencia más marcada que se observa en el período post-crisis (2003 y lo que va del 2004) es una menor cancelación de pasivos con el exterior y una fuerte caída en la formación de activos externos del sector privado que volvió a alcanzar niveles comparables a la primera etapa de la Convertibilidad. Así, las entradas por inversión directa (aportes y capitalización de deudas con matrices) superaron escasamente la cancelación de préstamos y se produjo en promedio una entrada de US\$ 167 millones para el sector privado.

En base a la experiencia histórica, las dos variables claves a monitorear en el corto plazo son la entrada de capitales por endeudamiento y la salida de capitales por formación de activos en el exterior de los argentinos. Si bien ambas están vinculadas con el riesgo país, esta última responde más rápidamente a la estabilidad de las variables financieras locales, en particular el tipo de cambio como ya se notó en la importante reducción de la demanda de dólares de residentes en 2003 y 2004. El restablecimiento del crédito internacional hacia Argentina dependerá de una solución más definitiva al problema de la deuda en default. Dadas las nuevas condiciones de solvencia fiscal, es probable que el sector público no sea un importante demandante de fondos en el mercado internacional en los próximos años, con lo cual, contrariamente a lo que sucedió durante la Convertibilidad, el sector privado sería el principal destino de los préstamos del exterior.

La inversión extranjera directa que en los años post-Convertibilidad promedió los US\$ 1.200 millones anuales podría volver a crecer, una vez despejados los interrogantes fundamentales orientada hacia los sectores exportadores y sustitutos de importación aunque probablemente, no alcance los niveles previos cuando se caracterizó por las privatizaciones de las empresas de servicios públicos y la adquisición de grandes firmas dedicadas al mercado interno.

## Movimientos de capital del sector público y privado.

Flujos Promedio Anuales en millones de US\$	Convertibilidad			
	Auge (IT 92/IIT 98)	Ocaso (IIIT 98/IVT 01)	Crisis (IT 02/IVT 02)	Post-crisis (IT 03/IIT 04)
	Promedio	Promedio	Promedio	Promedio
Inversión Extranjera Directa 1/	5.495	7.591	1.093	1.649
Acciones	1.962	-47	-116	25
Endeudamiento (incluye atrasos) 2/	13.104	2.756	-4.656	2.318
<b>Total entrada de capitales</b>	<b>20.561</b>	<b>10.300</b>	<b>-3.678</b>	<b>3.992</b>
<b>Total salida de capitales</b>	<b>-8.470</b>	<b>-2.378</b>	<b>-8.467</b>	<b>-4.605</b>
<b>Movimiento Neto de Capitales (incluye atrasos)</b>	<b>12.091</b>	<b>7.921</b>	<b>-12.145</b>	<b>-612</b>
Sector público	6.028	8.838	1.810	3.825
Sector privado	6.063	-917	-13.955	-4.438
Sector privado no financiero	5.302	-2.851	-13.190	-2.410
Sector privado financiero	761	1.934	-765	-2.028

1/ La IED del período 1999-2000 está neteada de la caída en inversiones de cartera de no residentes por rescate de acciones de Repsol, Telefónica, Banco Río, y Astra previamente colocadas en el exterior.

2/ El endeudamiento privado 2002-2004 está estimado en base a las entradas globales de capital del sector ya que las estadísticas de la deuda externa privada están siendo revisadas por el BCRA.

Fuente: BBVA Banco Francés en base a Estimaciones Trimestrales de Balanza de Pagos, Ministerio de Economía.

## Movimientos de capital del sector privado financiero y no financiero.

Flujos Promedio Anuales en millones de US\$	Convertibilidad			
	Auge (IT 92/IIT 98)	Ocaso (IIIT 98/IVT 01)	Crisis (IT 02/IVT 02)	Post-crisis (IT 03/IIT 04)
	Promedio	Promedio	Promedio	Promedio
1. Inversión Extranjera Directa 1/	4.524	6.378	1.093	1.649
2. Acciones	1.422	-48	-116	25
3. Endeudamiento (incluye atrasos) 2/	8.006	-4.375	-6.465	-1.507
<b>I. Total entrada de capitales (1+2+3)</b>	<b>13.952</b>	<b>1.954</b>	<b>-5.488</b>	<b>167</b>
<b>II. Total salida de capitales (4+5)</b>	<b>-7.889</b>	<b>-2.871</b>	<b>-8.467</b>	<b>-4.605</b>
4. Sector público	-4.962	-7.069	-10.633	-5.057
5. Sector privado	-2.927	4.198	2.166	452
<b>III. Movimiento Neto de Capitales (I+II)</b>	<b>6.063</b>	<b>-917</b>	<b>-13.955</b>	<b>-4.438</b>
Sector privado no financiero	5.302	-2.851	-13.190	-2.410
Sector privado financiero	761	1.934	-765	-2.028

1/ La IED del período 1999-2000 está neteada de la caída en inversiones de cartera de no residentes por rescate de acciones de Repsol, Telefónica, Banco Río, y Astra previamente colocadas en el exterior.

2/ El endeudamiento privado 2002-2004 está estimado en base a las entradas globales de capital del sector ya que las estadísticas de la deuda externa privada están siendo revisadas por el BCRA.

Fuente: BBVA Banco Francés en base a Estimaciones Trimestrales de Balanza de Pagos, Ministerio de Economía.

## Durante el 2005 podría sostenerse el alto superávit fiscal primario.

El año 2004 finalizará con un superávit primario extraordinario en términos de caja para el sector público no financiero nacional, representando cerca de un 4 % del PIB. Esto se debió al desempeño de la recaudación tributaria que crecería un 35 % en el año, frente a un nivel de gasto primario contenido en relación a los ingresos, que lo haría un 26.7 % con respecto al año anterior. Este comportamiento es más notable si tenemos en cuenta que los gastos que más aumentaron fueron las transferencias automáticas a provincias que están relacionadas con la evolución de los ingresos tributarios, ya que el resto del gasto primario aumentaría un 19.8 % en el 2004 según nuestras estimaciones, levemente por encima del PIB nominal. Frente a esto se presenta el interrogante de si durante el año 2005 la situación de holgura fiscal apoyada en el aumento de los ingresos será sostenible. Para ello analizamos la elasticidad Recaudación tributaria / PIB, relación que ha sido bastante volátil en los últimos años. Mirando los años 1996-2000, la última etapa de la convertibilidad, la elasticidad promedio anual alcanzó un valor de 3. Dicho valor se encuentra influenciado por la reforma en el impuesto a las ganancias dispuesta en el año 2000, excluyendo ese año la elasticidad promedio fue de 2.4. El indicador cayó a 0.3 durante la crisis 2001-2002 para recuperarse en los dos últimos años en los que influyó positivamente la creación del impuesto a los débitos y créditos y las retenciones a las exportaciones.

No creemos que la elasticidad recaudación a PIB del 2004 se sostendría en el 2005 porque algunos factores frenarían este desempeño. Entre ellos: las retenciones a las exportaciones estarían afectadas por una probable caída en el precio de la soja, el impuesto a los débitos y créditos reflejaría a pleno la última modificación dispuesta (se eliminó la imposición del impuesto para los débitos y créditos aplicados a la constitución de plazos fijos originados en cuentas corrientes). En ganancias hubo recaudación extraordinaria originada en los pagos de una empresa petrolera que permitió un aumento del impuesto del 45 % interanual, lo que no volvería a repetirse. Además, algunas disposiciones, como la imposibilidad de contabilizar los ajustes por inflación en los balances de las empresas, potenciaron a corto plazo la recaudación del impuesto. En el caso de IVA, también evaluamos que se desaceleraría la tasa de crecimiento nominal cercana al 50 % que tendría en el 2004: por un lado dejaría de impactar la disminución en las devoluciones a exportadores, por otro lado factores de tipo institucional como la mejora en la eficiencia recaudatoria del impuesto tenderían a agotarse. Estimamos que el efecto de los shocks anteriores podría reducir la elasticidad al 1.5 el año próximo lo que nos llevaría a un crecimiento nominal de los recursos tributarios del 18.4 %.

En base a estas estimaciones de ingresos tributarios, para proyectar el resultado fiscal del sector público tomamos como dato las partidas de ingresos no tributarios, gasto primario y los intereses de la deuda. Dentro de este último concepto estaría incluido el pago de intereses de la deuda performing y los de la deuda reestructurada suponiendo un 100 % de aceptación de la actual oferta de canje. Al gasto primario de damos un margen de holgura suponiendo que habría un incremento adicional del 7 % en las remuneraciones de empleados públicos y jubilaciones presupuestados, dado que se encuentran atrasados en relación a la inflación. El superávit primario a alcanzar sería entonces de casi \$19.300 millones, un 4.0 % del PIB nivel ligeramente por debajo del 2004.

## Los ingresos y gastos fiscales como porcentaje del PIB.

Los ingresos tributarios se han recuperado totalmente luego del piso que tocaron en el 2002 y ya superan en más de 4 puntos del PIB a la relación del año 2000. Si embargo, esto se debe exclusivamente a los llamados impuestos distorsivos (retenciones a las exportaciones e impuesto a los débitos y créditos) creados durante el 2001 y el 2002, lo que revela la potencial debilidad de la bonanza fiscal actual. A mediano plazo el interrogante que se presenta es cómo reemplazar estos impuestos para que el superávit primario pueda ser sostenible en el tiempo. Con respecto al gasto primario, actualmente ha superado en 1.2 pp del PIB el nivel pre-crisis del año 2000. Se destaca que neteando del gasto primario las transferencias a provincias, la relación con respecto al PIB se mantuvo constante inclusive durante el peor año de la crisis. Dentro de esta última agrupación se encuentran principalmente los salarios públicos, jubilaciones y, últimamente, los planes a Jefes de Hogar. De esta forma, la estabilidad de esta relación revela que la caída en los ingresos reales de asalariados y jubilados fue absorbida por los subsidios otorgados a los sectores sociales más desprotegidos, manteniendo prácticamente constante el peso del gasto público primario en el PIB.

## Elasticidad recaudación tributaria PIB.

Períodos	Var. % Pdio. Anual		
	Recaudación tributaria	PIB Nominal	Elasticidad Recaudación/PIB
1996-2000	3.3%	1.1%	3.0
2001-2002	1.4%	4.9%	0.3
2003-2004(e)	39.0%	17.6%	2.2

Fuente: BBVA Banco Francés en base a información del Ministerio de Economía.

## Resultado del sector público no financiero base caja.

Millones de \$	2004(e)	Var. 04/03	2005(e)	Var. 05/04
<b>Ingresos totales</b>	<b>103.791</b>	<b>34,4%</b>	<b>123.876</b>	<b>19,4%</b>
Recaudación tributaria	97.678	34,9%	115.603	18,4%
Otros Ingresos	6.113	27,7%	8.273	35,3%
<b>Gasto primario</b>	<b>86.845</b>	<b>26,7%</b>	<b>104.564</b>	<b>20,4%</b>
Copart. y leyes especiales	25.396	47,7%	30.057	18,4%
Otros gastos	61.448	19,8%	74.507	21,3%
<b>Intereses</b>	<b>5.772</b>	<b>-16,1%</b>	<b>10.309</b>	<b>78,6%</b>
<b>Resultado Primario (%PIB)</b>	<b>16.946</b>	<b>95,0%</b>	<b>19.312</b>	<b>14,0%</b>
	3,9%		4,0%	
<b>Resultado operativo (%PIB)</b>	<b>11.175</b>	<b>518,9%</b>	<b>9.003</b>	<b>-19,4%</b>
	2,6%		1,9%	
<b>PIB nominal(e)</b>	<b>432.418</b>	<b>15,0%</b>	<b>485.422</b>	<b>12,3%</b>
<b>IPC(e)</b>		<b>5,9%</b>		<b>8,0%</b>

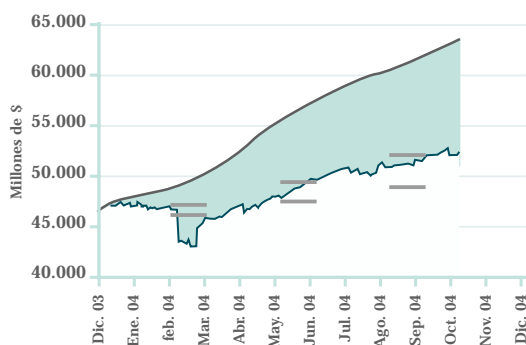
Fuente: BBVA Banco Francés en base a información del Ministerio de Economía.

## Resultado SPNF base caja en % del PIB.

	2000	2002	2004(e)	Var. en pp 2004/00
<b>Ingresos totales</b>	<b>19,6%</b>	<b>17,6%</b>	<b>24,0%</b>	<b>4,4</b>
Recaudación tributaria	18,1%	15,9%	22,6%	4,5
Otros Ingresos	1,5%	1,7%	1,4%	-0,1
<b>Gasto primario</b>	<b>18,6%</b>	<b>16,9%</b>	<b>19,8%</b>	<b>1,2</b>
Copart. y leyes especiales	5,2%	3,5%	5,9%	0,7
Otros gastos	13,3%	13,4%	13,9%	0,6
<b>Recaudación Tributaria sin impuestos distors.</b>	<b>18,1%</b>	<b>12,8%</b>	<b>18,6%</b>	<b>0,5</b>

Fuente: BBVA Banco Francés en base a información del Ministerio de Economía.

### Base Monetaria Amplia y Programa Monetario.



- BMA causada por intervención cambiaria
- Bandas superior e inferior Programa Monetario
- BMA observada (corregida por pasivos)
- Absorción Neta

Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

### Factores de variación de la Base Monetaria Amplia. (\*)

variaciones en mill. de \$	Escenarios fin 2005		
	Base	Optimista A	Optimista B
<b>Sector público neto 1/</b>	-11,580	-11,580	-7,080
Adelantos al Tesoro	0	0	4,500
<b>Sector financiero neto</b>	-2,500	-2,500	-2,500
<b>Sector externo privado</b>	21,579	28,080	28,080
(en mill. De US\$)	6,917	9,000	9,000
<b>Letras</b>	0	0	-11,000
<b>Otros</b>	0	0	0
<b>BMA total</b>	<b>7,500</b>	<b>14,000</b>	<b>7,500</b>
<b>BMA (fin año en mill. \$)</b>	<b>61,931</b>	<b>68,431</b>	<b>61,931</b>
en % del PIB (pdio año)	12.0	12.7	12.0
var. % anual (dic/dic)	13.8	25.7	13.8

(\*) Incluye pasivos pasivos del sector financiero.

1/ En el escenario A incluye la totalidad de las obligaciones en deuda performing nominada en dólares y un supuesto de pago de intereses de deuda restructurada. Suponemos que las amortizaciones de capital a organismos se refinancian.

Fuente: BBVA.

## 4. Entorno Financiero

### La expansión monetaria en 2005 sería similar a la del 2004.

Este año la base monetaria amplia (incluyendo los pasivos pasivos que realiza el sector financiero) creció un 12.5% hasta el cierre de este informe. El Banco Central compró US\$ 5.800 millones lo que permitió sostener el tipo de cambio, pero al mismo tiempo generó necesidades de esterilización para mantenerse dentro de las bandas determinadas por el Programa Monetario. El crédito interno neto cayó entonces \$ 11.407 millones (principalmente por absorción del sector público para cumplir sus obligaciones financieras en moneda extranjera). En este escenario, la colocación de letras se desaceleró a lo largo del año lo que permitió al Banco Central cumplir con otro de sus objetivos: bajar la tasa de interés. Este prudente manejo monetario ha sido posible a corto plazo debido a los fuertes excedentes fiscales que acumula la administración nacional.

El segundo trimestre del año fue el más cuantioso en ganancia de reservas del BCRA debido a la liquidación estacional de exportadores. Aunque los últimos meses del año esta situación podría repetirse si se intensifica la entrada de capitales, el nivel de reservas está ahora más afectado por los pagos netos realizados a organismos internacionales de crédito en virtud de la falta de acuerdo con el FMI.

Nuestro escenario Base para 2005 se apoya en que la expansión de dinero primario, en promedio, crece un 12%, aproximadamente como el PIB nominal porque la demanda de dinero se mantiene constante. Creemos que el Gobierno seguirá siendo una importante fuente de absorción durante el año 2005 dado que sus obligaciones de deuda en dólares serían del orden de US\$ 3.700 millones, suponiendo que los organismos internacionales de crédito refinancian los vencimientos de capital. Este monto incluye una hipótesis de pago de intereses de la reestructuración de deuda en default, además de los fuertes vencimientos de cupones de principal de deuda nueva (Boden 12 y 5). Como el sector público tendría capacidad para afrontar estas obligaciones con superávit propio, en nuestro escenario base suponemos que no recibe financiamiento del Banco Central. El otro supuesto importante es que la intervención en el mercado cambiario sería menor que este año debido a la caída en el resultado de la balanza comercial. El crecimiento de reservas esperado para el año 2005 es pues algo inferior al registrado en el 2004 porque no podemos descartar que en los primeros meses del próximo año hubiera cierta incertidumbre o aumento en la prima de riesgo mientras no se acuerde con el FMI.

### ¿Puede una mayor entrada de capitales el año próximo llevar a una política monetaria expansiva presionando sobre los precios?

Mirando el año próximo, ha comenzado a generar inquietud el hecho de que una renegociación de deuda exitosa podría multiplicar la entrada de capitales y generar mayor inflación si se produce oferta excedente de dinero.

### Factores de variación de la BMA

mill. de \$	Intervención cambiaria	Total Crédito interno neto	Crédito interno neto				Variación total BMA 1/
			Sector público	Sector financiero	Letras	Otros	
1er trim.	3.487	-4.421	-2.447	-282	-1.844	152	-934
2do trim.	7.074	-3.136	-1.502	-523	-1.227	116	3.938
3er trim.	4.384	-2.431	-1.842	-518	-115	45	1.953
Sep-00	1.618	-921	-780	-49	-159	68	697
10-nov	789	-674	109	-418	-281	-84	115
Acum. 2004	17.351	-11.582	-6.462	-1.791	-3.626	297	5.769

1/ Incluye pasivos pasivos.

Fuente: Series estadísticas diarias del BCRA.

Trabajamos con otros escenarios monetarios más expansivos en el caso que la reestructuración de la deuda fuese exitosa y la mayor entrada de capitales se concretase. En el primero (A) el Banco Central se comporta pasivamente monetizando todos los dólares excedentes al tipo de cambio actual, pero ayuda un sector público contractivo que no recurre a los adelantos transitorios. Aún así, la base monetaria crecería 26% en el año lo que podría provocar presiones inflacionarias dado que, en adelantos transitorios. Aún así, la base monetaria crecería 26% en el año lo que podría provocar presiones inflacionarias dado que, en promedio, la creación de dinero crecería mucho más que el PIB nominal.

En el segundo escenario (B), los dos actores se comportan de manera diferente: el Gobierno acude a los adelantos transitorios y el Banco Central esteriliza mediante la colocación de letras todo el excedente de dinero por encima del crecimiento del PIB nominal. En este último caso aumenta la probabilidad de suba en las tasas de interés dado que el stock de letras debería aumentar un 70%.

### El comportamiento de la demanda de dinero es clave.

Al tercer trimestre de este año el agregado monetario más amplio M3 definido como se explica debajo del cuadro, ha tenido una buena recuperación en términos del PIB si comparamos con los máximos alcanzados hacia fin del período de la Convertibilidad. Sin embargo, toman mayor importancia relativa los agregados utilizados para fines transaccionales dado que M1 crece casi 5 puntos porcentuales del PIB desde fin del año 2001.

Esta mayor preferencia por el dinero transaccional tiene que ver con varios factores: el establecimiento del corralito, la creación del impuesto a los débitos y créditos y el aumento en las cuentas oficiales por el alto superávit fiscal. Por otro lado, la baja en la tasa de interés que se produce a mediados del año 2003 provocó que cayera el incentivo para realizar colocaciones a plazo fijo. En particular, una colocación a plazo fijo dejó de ser rentable para las empresas dado que debían pagar el impuesto por cada débito y crédito que se originara en la realización de depósitos a plazo, actualmente esta última imposición ha sido eliminada.

El punto es que en Argentina aún es relevante la sustitución de monedas porque se ahorra en pesos y dólares, de modo que una mejora en la confianza que lleve a mayores entradas de capitales incluye la posible venta de dólares por parte de los residentes, es decir, podría dar un nuevo impulso al aumento de la demanda de dinero en pesos, elevando el ratio de M3/PIB por encima del 27,8% registrado últimamente.

En nuestra opinión, entonces, prevalecerá el año próximo un camino intermedio entre un Banco Central que monetiza pasivamente la entrada de capitales (escenario A) o lo esteriliza en gran medida porque la mayor entrada de capitales debería ir de la mano de un aumento en la demanda de pesos (escenario B), esto permitiría mantener el equilibrio monetario y la tasa de inflación en niveles parecidos a los de este año.

### Tasas de interés.

En el año 2004 se ha producido un proceso de baja de tasas de interés en parte conducido por el Banco Central a través de sus licitaciones semanales de letras. Por otro lado, la situación de liquidez excedente que mantuvo en el agregado el sistema financiero propició la baja de tasas. Pero en el mercado actual de tasas también se advierte el problema de distribución asimétrica de los depósitos entre bancos públicos (que son los que concentran la mayoría de depósitos oficiales) y bancos privados dado que en éstos últimos han comenzado a sufrir un alza en las tasas de interés. Esto se refleja en la tasa que pagan los bancos para depósitos mayoristas (mayores a \$ 1 millón), la que más subió desde mediados de año. Por otro lado, los problemas de liquidez de los bancos privados están conduciendo a un empinamiento en la curva de rendimiento de tasas de plazos visto el aumento en la tasa promedio para depósitos a plazos mayores a 60 días.

Desde la salida de la convertibilidad la tasa de interés de un depósito a plazo fijo a 30 días, pasó de fuertemente positiva en términos reales (por la desconfianza inicial en el peso luego del abandono del tipo de cambio fijo de 1X1) a valores negativos a partir de mediados del año 2003, situación que aún prevalece. Varios factores explican esta última etapa de tasas reales de interés negativas, principalmente el entorno internacional con

### Agregados monetarios en términos del PIB promedio último año estimado.

Promedios acum. último año en % del PIB	M1 \$+US\$	M2 \$+US\$	M3 \$+US\$
Dec-00	8.3%	13.1%	32.4%
Dec-01	8.1%	12.8%	31.9%
Dec-02	11.8%	14.8%	27.5%
Dec-03	12.1%	15.2%	26.9%
Mar-04	12.3%	15.9%	27.0%
Jun-04	12.6%	16.7%	27.1%
Sep-04	13.1%	17.9%	27.8%

M1: Circulante del público en \$ + Cuasimonedas + Depósitos en cuentas corrientes y vista.

M2: M1 + Depósitos en caja de ahorro.

M3: M2 + Depósitos a plazo fijo con Cedros.

Fuente: BBVA Banco Francés en base a información del BCRA.



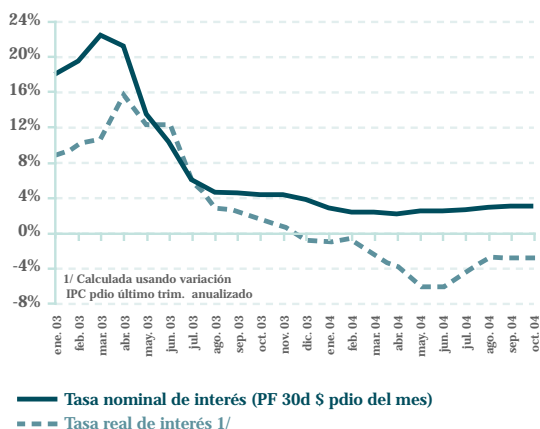
### Principales Tasas de Interés en pesos (\*)

	Pases Pasivos	Pzo Fijo 30 días	Plazos Fijos 30-44 días		Pzo Fijo > 1 millón	Pzo Fijo + 60 días	Lebac 1 año
			minoristas	mayoristas	bcos priv.		
Dic-03	-	3.46	4.08	2.86	2.79	4.44	8.50
Mar-04	-	2.23	2.98	1.69	1.58	2.60	7.15
Jun-04	2.50	2.27	2.78	2.01	2.43	2.97	6.20
Sep-04	2.50	3.17	2.97	3.36	4.84	4.22	6.79
Oct-04	2.50	2.97	2.99	3.23	4.30	4.07	6.05
Nov-04	2.50	3.09	2.97	3.19	4.10	3.82	5.95

(\*) Pzo Fijo: pdios últimos 5 días del periodo. Lebac: última licitación del mes.

Fuente: series estadísticas diarias del BCRA.

### Tasa nominal y real de interés.



Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos del BCRA.

tasas de interés muy bajas, el excedente de liquidez prevaleció en los bancos, principalmente en la banca oficial debido al fuerte superávit fiscal, la política del BCRA de reducir las tasas de interés de las LEBACS y por las expectativas de revaluación del peso. Esto último tiene gran importancia en Argentina porque aún prevalece en los ahorristas carteras dolarizadas. De este modo, el rendimiento nominal de un depósito en términos de bienes (comparado con la tasa de inflación), resulta negativo pero en términos de dólares (comparado con la tasa esperada de devaluación), el rendimiento resulta positivo.

Proyectamos que hacia fines del 2005 la tasa real de interés gradualmente subirá, pasando a valores positivos hacia fines de año, por efecto de la suba de la tasa de interés internacional y porque la etapa de apreciación real del peso estaría finalizando. De todos modos, se produciría un cambio importante en la curva de rendimiento, debido a que el ambiente de estabilidad interna y de tipo de cambio alentaría un aumento del plazo promedio de captación donde las tasas reales de interés se vuelven positivas, es decir, es previsible que gradualmente las colocaciones de plazo fijo mayores a 30 días ganen participación.

### Los préstamos al sector privado aumentan su dinamismo.

Durante el año 2004 continúa la recuperación del mercado de crédito doméstico, tras la abrupta caída que tuvo lugar a partir del año 2001 cuando la financiación al sector privado fue desplazada por el crédito al sector público. Así, con datos parciales del mes de noviembre, los préstamos al sector privado no financiero crecieron unos \$6.220 millones en todo este año, lo que representa un 20% respecto del stock existente a fines de 2003. Sin embargo, en términos del PIB aún estamos bastante lejos de los máximos alcanzados en 1999, cuando la relación Préstamos Privados/PIB alcanzaba el 23,5% (hoy cerca del 8%).

Esta recuperación esta siendo liderada por las líneas comerciales de corto plazo que fueron demandadas por las empresas cuando, en un contexto de fuerte reactivación económica y de crecientes necesidades de inversión, vieron agotadas sus fuentes de autofinanciamiento. La recomposición del consumo, por su parte, también determinó una mejora en los préstamos a individuos, aunque más modesta que la financiación corporativa, siendo los créditos personales y la financiación mediante el uso de tarjetas de crédito los que tuvieron el mayor dinamismo dentro de este segmento.

Para el año 2005, el crédito bancario al sector privado crecería un 17% en nuestro escenario base, suponiendo que se mantiene relativamente constante la relación entre los depósitos totales en pesos y los préstamos privados en pesos tal cual ocurrió durante el año 2004. Sin embargo, nuestra proyección podría tener un sesgo conservador dado que en los últimos meses los préstamos aceleran su ritmo de expansión, alcanzando un crecimiento anualizado de \$9.600 millones, superando la previsión de \$6.700 millones de nuestro escenario base. También cabe ser más optimista mirando los factores de oferta y demanda. Por el lado de la oferta, los bancos están dispuestos a aumentar el riesgo de crédito dado el menor riesgo país y la necesidad de retomar la intermediación financiera, mientras que por el lado de la demanda, el agotamiento de fuentes internas de

### Préstamos al Sector Privado no Financiero.

Saldos a fin de:	Crédito en mill. \$				Crédito en mill. US\$	
	Familias	Empresas	Total	V a/a	Total	V a/a
Dic-03	15,440	11,464	26,904	-6.3%	1,287	-6.3%
Mar-04	15,474	12,399	27,873	-13.2%	1,208	-12.7%
Jun-04	16,009	14,279	30,288	-3.5%	1,300	-2.0%
Sep-04	16,598	15,371	31,969	7.2%	1,373	9.2%
Oct-04	16,809	15,810	32,619	6.5%	1,420	8.7%
24-Nov-04	16,802	16,274	33,076	10.2%	1,461	11.6%
Ac. 2004	1,362	4,810	6,172	22.9%	174	13.5%

Fuente: series estadísticas diarias del BCRA.

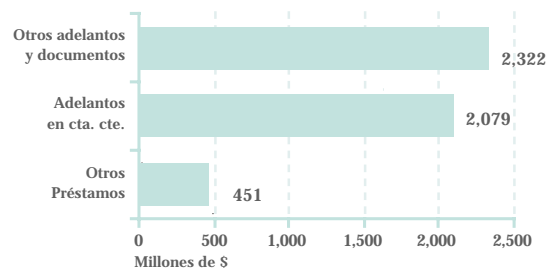
fondeo impulsan una mayor necesidad de financiación bancaria para sostener el crecimiento del nivel de actividad.

### ... pero los depósitos privados seguirán afectados por el excedente fiscal.

Los depósitos totales en pesos están creciendo 18% (a/a). El problema que siguen mostrando los depósitos es el de la desigual distribución ya que los depósitos del sector público muestran en el período una tasa de aumento del 78% contra menos del 5% del sector privado de residentes. Esto se debe al impacto del fuerte superávit primario del gobierno que favoreció la acumulación de depósitos del sector público en bancos oficiales.

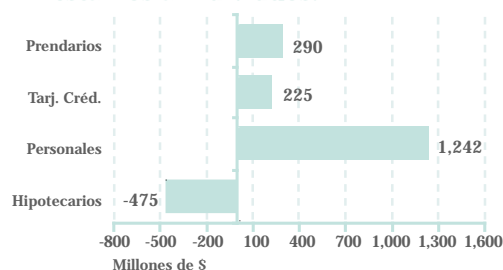
El año próximo el impacto será menor (ver recuadro "Determinación del impacto del superávit fiscal sobre el crecimiento de los depósitos del sector privado") con lo cual esperamos que en el escenario base de expansión primaria los depósitos totales aumenten 16 % y que los depósitos privados crezcan 10%.

### Préstamos a Empresas.



Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos del BCRA.

### Préstamos a Individuos.



Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos del BCRA.

### Préstamos al Sector Privado no Financiero.

Depósitos en pesos (en mill. \$)						
Saldos a fin de:	Priv. Residentes		Sector Público		Total Depósitos	
	Stock	V a/a	Stock	V a/a	Stock	V a/a
Dic-99	68,027	8.3%	15,300	94.2%	84,198	18.2%
Feb-00	69,064	10.1%	18,105	114.8%	87,705	22.7%
Jun-00	69,464	6.5%	25,215	113.3%	95,263	22.6%
Sep-00	70,196	5.4%	28,191	123.3%	98,971	24.0%
Oct-00	70,124	3.6%	29,189	98.2%	100,534	21.0%
11-Nov-00	70,749	4.2%	28,067	80.8%	99,909	18.6%
<b>Acum. 2004</b>	<b>2,722</b>	<b>4.0%</b>	<b>12,767</b>	<b>83.4%</b>	<b>15,711</b>	<b>19%</b>

Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos del BCRA.

## Determinación del impacto del superávit fiscal sobre el crecimiento de los depósitos del sector privado en el año 2005.

### Estimación del resultado fiscal de caja consolidado.

en millones de \$	Acumulado 1er. sem. 04
<b>Resultado operativo</b>	
Nación	<b>8,960</b>
Provincias	5,130
<b>Total</b>	<b>14,090</b>
<b>Pago de amortizaciones deuda performing</b>	<b>1,800</b>
(e)	730
<b>Financiamiento BCRA</b>	<b>13,020</b>
<b>Excedente fiscal consolidado (e)</b>	

### Crecimiento depósitos oficiales \$ + US\$.

en millones de \$	Acumulado 1er. sem. 04
Nación y otros entes oficiales	8,267
Provincias y Municipalidades	5,740
<b>Total</b>	<b>14,007</b>

El fuerte superávit primario del gobierno ha producido durante el año 2004 un inédito impacto de redistribución de los depósitos a favor de los depósitos oficiales. Para incorporar este efecto, nuestro método de estimación de los depósitos privados se resume principalmente en 2 pasos (\*\*): 1) Estimar el total de depósitos siguiendo el método tradicional, es decir, proyectando la base monetaria y un determinado valor para el multiplicador. 2) Calcular el excedente fiscal esperado (que definimos como: superávit primario menos egresos del gobierno más financiamiento del Banco Central) que se reflejará en cambios esperados en los depósitos oficiales.

Paso 1: El proceso de creación de oferta monetaria en un sistema de encaje fraccionario se expresa como un múltiplo (k) de la base monetaria. La creación múltiple de dinero comprende tanto a depósitos privados como oficiales, ya que forman parte de M3 y de la base monetaria. Es por ello que primero se requiere estimar M3 y luego ver cómo se distribuye entre sus principales componentes: billetes y monedas, depósitos privados y depósitos oficiales.

En el año 2004 el multiplicador total de la base monetaria ha oscilado entre los valores 2,3 y 2,5 aproximadamente, y a pesar del crecimiento de los préstamos ese año, el coeficiente no ha presentado una tendencia al alza porque también paralelamente aumenta la liquidez no aplicada que mantienen principalmente los bancos públicos. Tomando nuestro escenario base de crecimiento de la base monetaria, estimamos que los depósitos totales en pesos del sistema financiero podrían crecer un 16% (aproximadamente \$16.000 millones).

Paso 2: Ahora bien, cuando existe equilibrio fiscal se supone que los depósitos oficiales mantienen una proporción más o menos constante dentro del total de los depósitos, pero con superávit fiscal la proporción de depósitos oficiales aumenta. Es decir, el enfoque microeconómico indica que el excedente fiscal origina aumento de depósitos oficiales, pero al mismo tiempo que el proceso agregado de creación múltiple de dinero origina aumento de depósitos tanto oficiales como privados.

Para aproximar el enfoque micro (ver tabla siguiente), en el primer semestre del 2004 los depósitos oficiales registraron un aumento de \$14.000 millones entre pesos y dólares, frente a un superávit fiscal consolidado (Nación y Provincias) de \$13.000 millones, es decir, la relación entre ambas magnitudes es clara.

En base a lo anterior, podemos aproximar el crecimiento de los depósitos oficiales con el concepto de excedente fiscal, definido como: superávit primario menos total de egresos financieros en concepto de interés y amortización neta de deuda más adelantos del Banco Central al Tesoro. Estamos suponiendo que este último tipo de financiamiento al Tesoro no produce variaciones en la base monetaria, porque se utiliza para cancelar obligaciones en moneda extranjera (tal como se ha venido utilizando hasta la fecha) y a los fines de nuestro análisis, produce en lo inmediato el efecto de aumentar el excedente de caja o superávit del sector público. Estimando a priori el excedente financiero del gobierno consolidado del año 2005, surge que si bien seguirá existiendo, será seguramente algo menor que el año 2004 principalmente porque las obligaciones de deuda podrían prácticamente duplicarse. Estos supuestos nos llevan a pensar en una situación en la que continuará la transferencia neta de recursos hacia el sector público, pero con menor intensidad.

En este marco, el crecimiento de los depósitos privados en pesos del año 2005 estaría sujeto a dos efectos: la expansión de la base monetaria impulsa el aumento de los depósitos, tanto privados como oficiales, mientras que un menor excedente fiscal tendría también un menor impacto contractivo sobre los depósitos privados, con relación a lo sucedido en el 2004. Como resultado de estas dos fuerzas esperamos en nuestro escenario base un aumento de depósitos privados en pesos en el 2005 del 10%, mientras que los depósitos totales crecerían 16%.

(\*\*)Ver Serie de Estudios Económicos Nro 9, "Impacto del superávit fiscal sobre el crecimiento de los depósitos privados". Servicio de Estudios Económicos de BBVA Banco Francés. Octubre 2004.

## Argentina

Indicadores Económicos Básicos	2003	2004(e)	2005(e)
<b>Actividad</b>			
PBI Nominal (\$, miles de millones)	375.9	432.4	485.4
PBI Nominal (US\$ miles de millones)	127.1	146.1	158.6
PBI Real (Variación %)	8.8	7.6	4.5
Tasa de desempleo (promedio anual)	17.3	14.0	12.2
<b>Precios</b>			
PBI Deflactor (Var. % prom. )	10.9	7.0	7.4
IPC (Var. %, fin de año)	3.7	6.0	8.0
<b>Sector Externo</b>			
Exportaciones (US\$ miles de millones)	29.6	33.4	34.6
Importaciones (US\$ miles de millones)	13.8	22.1	25.8
Balance Comercial (US\$ miles de millones)	15.7	11.3	8.8
Saldo Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)	7.5	3.2	1.4
Tipo cambio (\$/US\$, fin período)	2.96	3.00	3.12
Índice de Tipo de Cambio Real 1/	180.7	180.9	177.1
Deuda externa privada (US\$ miles de millones) 7/	40.8	57.7	n.d.
<b>Sector Financiero</b>			
Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	73.2	79.1	89.8
Depósitos sector privado Var. anual %	15.1	8.1	13.6
Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	30.7	37.7	44.4
Préstamos al Sector privado Var. anual %	(14.4)	22.7	17.8
Tasa de interés Plazo Fijo 30 días (fin año)	3.71	3.30	6.0
Reservas internacionales del BCRA (US\$ miles de millones) 3/	14.1	19.1	22.6
<b>Sector Público</b>			
Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) 4/	8.7	16.9	19.3
Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) 4/	1.8	11.2	9.0
Deuda pública total (US\$ miles de millones) 5/	178.8	181.2	n.d.
Deuda pública moneda extranjera (US\$ miles de millones) 5/	135.8	137.6	n.d.
Deuda pública externa (US\$ miles de millones) 6/	106.0	108.4	n.d.

Indicadores De Riesgo (%)	2003	2004(e)	2005(e)
Cuenta Corriente/PBI	5.9	2.2	0.9
Balanza Comercial/PIB	12.4	7.7	5.5
Exportaciones/PIB	23.3	22.9	21.8
Importaciones/PIB	10.9	15.1	16.3
Resultado fiscal primario/PBI	2.3	3.9	4.0
Deuda pública/PBI	140.7	124.1	n.d.
Deuda pública externa/PBI	83.4	74.2	n.d.

Notas:  
1/ Multilateral, fin de período - base 100= dic. 90.  
2/ Total Sector privado, incluye pesos más dólares  
3/ Reservas líquidas más oro, fin del período.  
4/ Resultado Primario: Ingresos totales - Gastos corrientes y de cap.  
Resultado Operativo: Resultado Primario- Intereses (el 2005 incluye deuda a restructurar).  
5/ Deuda pública total en moneda extranjera al 31/6/2004. Sec. Financiamiento  
6/ Según Estim. Balance de Pagos, fin del período. al 31/06/04. Fuente: Sec.de Política Económica. Aumento (disminución) implica depreciación (apreciación)

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
EE.UU.	2.2	3.1	4.4	3.5	2.4	1.9	3.4	2.4
UEM	0.8	0.5	1.8	1.9	2.3	2.0	2.2	1.9
Japón	-0.3	2.6	4.2	2.0	-0.3	-0.4	0.0	0.0

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	24-Nov-04	Mar-05	Jun-05	Dic-05	24-Nov-04	Mar-05	Jun-05	Dic-05
EE.UU.	2.00	2.75	3.25	3.75				
UEM (US\$/€)	2.00	2.00	2.00	2.50	1.32	1.28	1.28	1.30
Japón (yenes/US\$)	0.10	0.10	0.10	0.10	103	106	104	100

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	-10.9	8.7	7.6	4.5	41.0	3.7	6.1	8.0
Brasil	1.9	0.5	4.3	3.7	12.5	9.3	7.5	6.0
Chile	2.0	3.3	5.6	5.7	2.8	1.1	2.3	2.2
Colombia	1.8	3.9	4.0	4.0	7.0	6.5	5.6	5.5
México	0.7	1.3	4.1	3.8	5.7	4.0	5.3	4.0
Perú	5.2	4.0	4.3	4.1	1.5	2.5	3.4	2.3
Uruguay	-10.8	2.5	9.5	4.0	25.9	10.2	9.0	8.5
Venezuela	-8.9	-9.2	17.4	3.9	31.2	27.1	18.5	22.4
<b>LATAM<sup>1</sup></b>	<b>-0.5</b>	<b>1.6</b>	<b>5.4</b>	<b>4.0</b>	<b>13.2</b>	<b>7.1</b>	<b>6.7</b>	<b>6.2</b>

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina <sup>2</sup>	-1.4	0.5	2.6	1.9	9.8	6.3	2.2	0.9
Brasil	-10.3	-3.7	-4.0	-4.0	-1.7	0.8	2.0	0.7
Chile <sup>2</sup>	-0.7	0.0	2.2	1.6	-0.7	-0.8	2.7	0.4
Colombia	-3.7	-2.7	-2.5	-2.4	-2.0	-1.8	-1.5	-2.7
México	-1.2	-0.6	-0.3	-0.1	-2.2	-1.5	-1.2	-2.0
Perú	-2.3	-1.9	-1.4	-1.2	-1.9	-1.8	-0.7	-1.1
Uruguay	-4.0	-3.2	-2.9	-2.5	2.0	1.7	0.4	0.6
Venezuela <sup>2</sup>	-3.0	-5.1	-4.1	-3.5	8.1	10.3	14.5	11.8
<b>LATAM<sup>1</sup></b>	<b>-4.3</b>	<b>-1.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>0.1</b>

<sup>1</sup> Media de los 8 países mencionados. <sup>2</sup> Gobierno Central

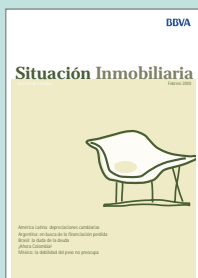
	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% fin de período) <sup>3</sup>			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	3.40	2.96	3.00	3.12	30.0	3.8	3.3	6.0
Brasil	3.53	2.89	2.90	3.20	25.0	16.5	17.3	15.5
Chile	702	599	590	596	3.0	2.3	2.5	3.8
Colombia	2865	2778	2607	2841	7.7	7.9	7.7	8.2
México	10.31	11.24	11.40	11.85	7.0	6.0	8.6	9.2
Perú	3.51	3.46	3.30	3.40	3.8	2.5	3.0	4.5
Uruguay	27.22	29.34	27.30	29.00	69.9	4.0	n.d.	n.d.
Venezuela	1387	1600	1920	2300	26.8	15.1	12.4	13.1

<sup>3</sup> ARGENTINA: depósitos 30d en pesos; BRASIL: Selic; CHILE: Tasa Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); COLOMBIA: DTF a 90 días; MÉXICO: Cetes a 28 días; PERÚ: tasa interbancaria; URUGUAY: Letras del BCU a 30 días en pesos; VENEZUELA: Certificado de Participaciones a 30 días.

**Interesados dirigirse a:**

Servicio de Estudios Económicos de BBVA Banco Francés - Reconquista 199 1er. piso (ABC1003) - Buenos Aires - Argentina  
Teléfono: (54-11) 4346-4390 - Fax - (54-11) 4346-4416 - [www.bancofrances.com.ar](http://www.bancofrances.com.ar)

otras publicaciones



El Lic. Ernesto Gaba, Economista Jefe del Servicio de Estudios Económicos, dirige la publicación que es propiedad del BBVA Banco Francés S.A. Registro de la Propiedad Intelectual: en trámite. Las opiniones vertidas son válidas a la fecha de su publicación quedando sujetas a modificación sin necesidad de preaviso alguno. Las mismas resultan orientadoras para el inversor, en el marco de los mercados de riesgo en los que opera el público, y en consecuencia, esta publicación no asume responsabilidad por el resultado de cualquier operación.