

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 1 / Nro. 2 - Segundo trimestre 2005



Tercer año consecutivo de fuerte crecimiento.
¿Se acelera la inflación?
Rentabilidad y perspectivas del agro.
Determinantes de la tasa de interés en Argentina.

Indice

Fecha de edición 21 de marzo de 2005.

1 Editorial	4
2 Entorno Internacional	5
3 Entorno Macroeconómico	7
Recuadro: La capacidad instalada durante el 2005 no es un limitante para el crecimiento industrial.	10
Recuadro: La rentabilidad agropecuaria en Argentina.	22
4 Entorno Financiero	24
Recuadro: Una primera aproximación a la medición del desequilibrio monetario en Argentina.	27
Artículo: Determinantes de las tasas de interés en Argentina.	29
Artículo: Situación actual del Sistema de Pensiones.	32
5 Tablas de indicadores y proyecciones de Argentina	36
6 Contexto internacional y Cuadros de América Latina	37

Servicio de Estudios Económicos:

Director del Área:

José Luis Escrivá.

Subdirector del Área:

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 y Director de la presente publicación.

Rodrigo Falbo - rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar
 María Celeste González - celeste.gonzalez@bancofrances.com.ar
 Adriana Haring - aharing@bancofrances.com.ar
 Regina Martínez Riekes - regina.martinez@bancofrances.com.ar
 Jorge Lamela - jorge.lamela@bancofrances.com.ar
 Gloria Sorensen - gsorensen@bancofrances.com.ar
 Andrea Suárez - asuarez@bancofrances.com.ar

1. Editorial

El tercer año consecutivo de fuerte crecimiento.

El año 2004 cerró con un crecimiento que se estima similar al del 2003, muy por encima de los pronósticos de principios de año. Nuevamente, la inversión volvió a liderar la expansión y su participación en el PIB se acerca los máximos de la Convertibilidad. Este año, con un entorno externo todavía relativamente favorable, el impulso de los factores domésticos permitirán alcanzar un crecimiento del PIB en torno al 7 %.

Nuestro análisis indica que las restricciones de oferta tampoco serán operativas este año. Aún suponiendo que las ramas industriales que operan al máximo de su capacidad instalada no crezcan, la industria podría crecer 7,5% por efecto combinado de las inversiones realizadas en 2004 y por la expansión de la producción en ramas que aún cuentan con capacidad ociosa. Incluso en el sector energético donde las inversiones están más rezagadas, la economía podrá suplir las escaseces a través de mayores importaciones de combustibles.

Del lado de la demanda, el consumo volverá a ser impulsado por la mayor confianza y el aumento de la masa salarial que crecerá a un ritmo similar al del 2004. La inversión se verá afectada favorablemente por la regularización de la deuda en default, no sólo por la eliminación de la incertidumbre institucional sino también por la mayor disponibilidad de financiamiento que traería aparejada.

Testeando el compromiso del BCRA con las metas de inflación.

En los meses recientes, el IPC muestra una aceleración significativa que puede comprometer la meta de inflación del BCRA con techo en el 8% anual. Nuestro seguimiento en base a tres modelos de inflación (de "output gap", "mark-up" y desequilibrio monetario) sugieren que la principal causa de aceleración se debe a las mayores presiones de demanda que origina el paulatino cierre del "output gap". La rápida caída de la tasa de desocupación, junto con las políticas gubernamentales de aumentos salariales de suma fija, deben seguir cimentando la recuperación del salario real en 2005 e incrementando los costos empresariales. Si bien este factor presionará al alza la tasa de inflación, la estabilidad del tipo de cambio nominal y una cierta moderación de precios de "commodities" deberían operar en sentido contrario.

Desde la perspectiva monetaria, a fines del 2004 se registraba un incipiente desequilibrio monetario y el BCRA, para evitar que este canal convalide la mayor presión inflacionaria, inició en los primeros meses de este año una política monetaria más contractiva a través de la cancelación de redescuentos al sistema bancario, sin presionar excesivamente sobre las tasas de interés con fuertes colocaciones de Lebac. Sin embargo, el éxito del canje de deuda en default provocará mayores entradas de capitales y el Banco Central podría permitir una suave apreciación del peso, como sucede en la mayoría de las economías de Latinoamérica, sin que ello signifique un tipo de cambio real más bajo que deteriore la competitividad.

Todo lo anterior nos lleva a pronosticar un aumento del IPC del 10.9% para el 2005. Posiblemente el Gobierno procure alcanzar una menor tasa de inflación mediante una política fiscal más restrictiva (no volver a las medidas expansivas de fines del año pasado) y concretar políticas de aumentos de salarios pautados con la inflación esperada (modelo exitoso en Chile).

El peso de las asignaturas pendientes.

Aún en un escenario de prudencia fiscal y monetaria y con el apoyo de la exitosa reestructuración de deuda, el logro de un nuevo acuerdo con el FMI se vislumbra complicado ante el limitado avance en las llamadas "metas estructurales", entre las que se incluyen la renegociación de contratos de servicios públicos privatizados, la solución a los amparos judiciales, la ley de Coparticipación Federal de Impuestos y de Responsabilidad Fiscal. En ausencia de un acuerdo con el FMI, si bien el excedente fiscal acumulado en los últimos dos años permitiría hacer frente a los vencimientos de capital no prorrogables con los organismos internacionales durante el corriente año, esta estrategia no podría prolongarse hacia el 2006 sin generar tensiones en las necesidades de financiamiento de la nación.

2. Entorno Internacional

En 2005-06, la expansión económica de EEUU será cercana al potencial.

El dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión continuarán siendo los principales soportes de la expansión económica en 2005-06, período en el que el crecimiento económico se acercará al potencial, aunque a un menor ritmo que en 2004. Una de las bases de esta expectativa es la fortaleza del consumo privado, que se ha mantenido elevado. Cuatro factores sugieren que la tendencia de expansión del gasto de las familias continuará.

Primero, el crecimiento de la productividad se moderará en torno a su tendencia de largo plazo (2,0%-2,5%). Pese a ello, estas tasas de crecimiento permitirán mantener ganancias importantes en el ingreso real de las familias. Segundo, el mantenimiento de bajas tasas de interés reales seguirá empujando la expansión del gasto en bienes duraderos. Tercero, el aumento en el precio de las acciones, pero principalmente el de las viviendas, seguirá permitiendo un crecimiento significativo en la riqueza de las familias, apoyando el consumo.

De hecho, la razón entre riqueza e ingreso disponible ha estado creciendo significativamente en los últimos años y actualmente se encuentra en 5.4 muy por arriba de su tendencia de largo plazo de 4.8. Por último, la recuperación del mercado laboral cobra fuerza y será un factor más de apoyo. Durante enero y febrero se generaron un promedio de casi 200 mil nuevos empleos lo que muestra la confianza de las empresas en la sostenibilidad de la recuperación. La inversión, que se ha acelerado notablemente en el último año después de la fuerte caída tras la recesión de 2001, continuará aportando al crecimiento económico. La sólida situación financiera de las empresas y el crecimiento de la demanda permitirán que se mantenga el dinamismo de la inversión, aunque a un ritmo más moderado que en 2004.

Las empresas continuarán beneficiándose del cambio tecnológico, de la reestructuración interna —ajuste de sobre capacidad y sobre contratación—, y del bajo costo del capital. Esto les permitirá mantener un elevado flujo de efectivo, incluso por arriba de lo registrado en los noventa. Además pese al previsible incremento de las tasas de interés y de la prima de riesgo empresarial, no veremos un impacto significativo en los planes de expansión de las empresas. Además, el buen desempeño de las utilidades empresariales facilitará que gran parte del financiamiento del capital se realice con recursos propios, sin gran dependencia del crédito bancario o del acceso a los mercados de capitales. Finalmente, la demanda continuará apoyando la inversión, expectativa ya incorporada en el aumento reciente de los inventarios.

La inflación se mantendrá baja.

Pese a encontrarnos en un momento avanzado del ciclo económico, la inflación tenderá a mantenerse baja y estable, dado que la elevada credibilidad del Fed ha permitido anclar las expectativas de inflación. Los precios de algunos productos industriales seguirán bajos en la medida que los procesos de producción continúen beneficiándose de la globalización, principalmente a través de importaciones baratas provenientes de China. Además, la elevada flexibilidad de los mercados domésticos, particularmente el laboral, asegura que los posibles choques negativos tengan un efecto transitorio y menos costoso. Por último, los elevados márgenes y utilidades empresariales, así como la capacidad ociosa, seguirán permitiendo a las empresas no trasladar totalmente sus incrementos a mayores precios.

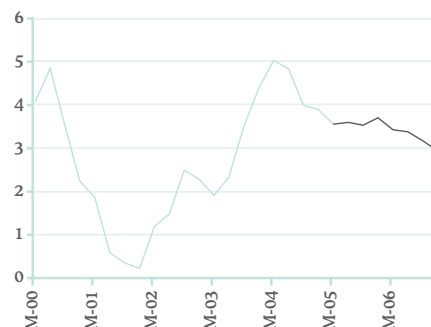
No obstante, los riesgos de observar una mayor inflación en 2005 se han incrementado en los últimos meses. Esto obedece a los aumentos en los precios de las materias primas, de los energéticos y de los precios de las importaciones, parcialmente debido a la debilidad del dólar. Aunado a lo anterior, el menor crecimiento de la productividad y mayores costos laborales podrían generar presiones inflacionarias adicionales. De continuar estas presiones, la inflación difícilmente disminuirá de sus niveles actuales del 3%.

Los desequilibrios internos se corregirán gradualmente.

Sin duda, uno de los elementos que más preocupación genera es la ampliación de los desequilibrios internos. El déficit fiscal podría tender a reducirse en los próximos años con la continuación de la recuperación económica y las posibles menores necesidades de gasto en defensa y seguridad nacional. Pese a ello, en 2005 alcanzará 3,4% del PIB y se mantendrán las dudas sobre su evolución futura si continúa la escalada del gasto militar y se hacen permanentes las reducciones de impuestos. Las perspectivas podrían ser menos negativas en un

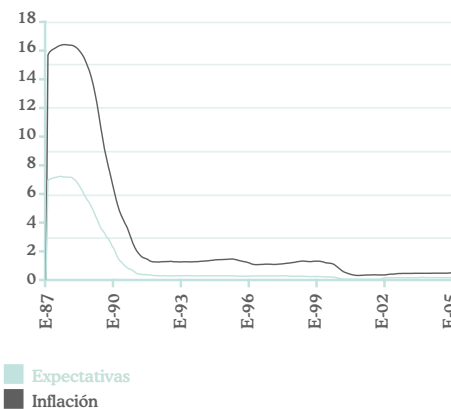
PIB EEUU.

Variación % interanual.



Fuente: U.S. Department of Commerce - Bureau of Economic Analysis y estimaciones propias.

Variación de la inflación y Expectativas de inflación de EEUU durante los próximos 12 meses.



Fuente: U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.

Cuadro previsiones EEUU.

en mill. de US\$	2004	2005	2006
PIB (var % real anual)			
Producto interno bruto	4.4	3.6	3.2
Gasto personal en consumo	3.8	3.4	3.2
Inversión fija bruta	13.2	6.6	4.9
Exportaciones totales	8.5	4.9	4.5
Importaciones totales	9.9	5.9	4.5
Consumo del gobierno	2.0	2.8	2.3
CPI (% promedio anual)			
	2.7	2.7	2.6
Balance fiscal (% PIB)			
	-3.6	-3.4	-2.9
Cuenta corriente (% PIB)			
	-5.7	-5.9	-5.6

Fuente: Bureau of Economic Analysis y estimaciones propias.

contexto en que el componente cíclico del balance fiscal se ha corregido y el estructural ha detenido su deterioro.

Por su parte, el déficit en cuenta corriente se incrementará en 2005 y comenzará a reducirse moderadamente en 2006. Esta persistencia obedece al sólido crecimiento económico de EUA, superior al de sus principales socios comerciales, altos precios de los energéticos y materias primas, y el incremento del déficit comercial con China.

Entorno financiero internacional.

En los países industrializados, las tasas de interés de largo plazo continúan en niveles muy bajos, a pesar de que el crecimiento mantiene un buen tono, y de que a medida que se prolonga el ciclo económico favorable en condiciones de notable expansión monetaria y fiscal, las presiones inflacionarias podrían empezar a repuntar. En este contexto de tasas de interés de largo plazo el proceso de búsqueda de rentabilidades se intensifica y los diferenciales de la deuda corporativa o de los países emergentes continúan reduciéndose.

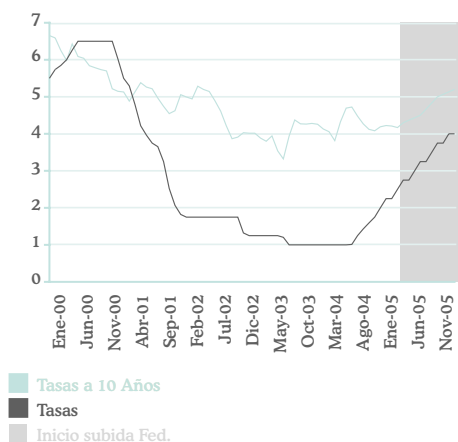
En el caso de EEUU, las tasas de interés en el tramo largo de la curva se sitúan en niveles inferiores a los observados en junio del año pasado cuando la Reserva Federal comenzó a aumentar sus tasas de interés. La autoridad monetaria de EEUU ha continuado aumentando sus tasas de interés a un ritmo de 25 puntos básicos en cada una de sus reuniones, siguiendo un camino gradual de normalización de las condiciones monetarias. Ahora bien, a medida que los tasas de interés oficiales se aproximan a niveles del 3%, que previsiblemente alcanzarán en la reunión del 3 de mayo, surge una mayor incertidumbre sobre el ritmo al que la autoridad monetaria implementará los siguientes aumentos. Por un lado, éstos se situarán ya en el límite de la zona considerada como "neutral" y que normalmente se identifica con tasas de interés entre el 3 y el 5%. Esto podría conducir a la autoridad monetaria a hacer depender más los aumentos posteriores de tasas de interés de la información económica disponible, reduciendo la certidumbre en la que se ha movido la política monetaria en los últimos meses. Este factor puede introducir alguna volatilidad en el resto de la curva de deuda. Por otro lado, en el cuarto año consecutivo de crecimiento, la economía estadounidense sorprende con una fortaleza superior a la esperada, a pesar de los aumentos del precio del petróleo. Ello podría indicar que la economía tiene menos recursos ociosos de los que se presuponían hace unos meses. Una situación que unida a la moderación del crecimiento de la productividad, a la notable expansión fiscal, al aumento de los precios de producción e importación mundiales y a la depreciación del dólar podría conducir a que la Reserva Federal modificara al alza el sesgo de la inflación, lo que podría llevar a continuar con subas de tasas hasta cerrar el año 2005 en alrededor del 4%.

En este contexto de mayor incertidumbre sobre la política monetaria y de un posible sesgo al alza en inflación, cabe esperar que las tasas de interés de largo plazo en EEUU vayan aumentando gradualmente hasta situarse al cierre del año en el 5,2%. Esto ocurriría en un contexto de ajuste gradual en los mercados financieros, en los que el dólar en su cruce con el euro terminaría en niveles próximos al 1,35. Frente a la ampliación de diferenciales de rentabilidad entre EEUU y Europa, que podría favorecer al dólar, la divisa estadounidense se ve negativamente afectada por los elevados déficit fiscal y corriente de esta economía. En Europa, la reactivación progresiva de la actividad económica, permitirá al Banco Central Europeo comenzar a aumentar sus tasas de interés en el otoño, aunque las subas serán en todo caso de magnitud moderada. Los diferenciales de la deuda corporativa o de los países emergentes corregirán parte de sus recientes ganancias, pero lo harían de una manera limitada, ya que no se esperaría un escenario de fuerte volatilidad en las rentabilidades en los países industrializados. De hecho las volatilidades de los bonos se mantienen en niveles moderados tras el aumento de años anteriores.

El escenario de riesgo es que la Reserva Federal haga una pausa en sus subas de tasas, y que el mantenimiento de una elevada expansión monetaria lleve a que se acumulen mayores riesgos al alza en la inflación. En esta situación probablemente el ajuste de las variables financieras sería más abrupto, con subas significativas de tasas en el tramo largo de la curva de deuda y con una mayor depreciación del dólar. Este escenario se traduciría en Europa en un retraso en las subas de tasas de interés oficiales, ante el deterioro de las expectativas de crecimiento en un entorno de euro más apreciado.

Frente a este escenario de mayor inflación y ajustes bruscos al alza en las tasas de interés, el segundo escenario de riesgo está relacionado con el bajo nivel de ahorro de las familias estadounidenses y con su alto grado de endeudamiento. Un choque negativo de confianza puede precipitar un descenso de la actividad, sin presiones inflacionarias, que detendría las subas de tasas de la Reserva Federal y que mantendría las tasas de interés de largo plazo durante todo el año 2005 en niveles próximos a los actuales.

EEUU: Tasas de Interés.



Fuente: BBVA sobre datos de Bloomberg.

3. Entorno Macroeconómico

Durante el 2005 persistiría el dinamismo de la demanda.

Recientemente la Dirección de Cuentas Nacionales publicó la evolución del PIB del año 2004, donde surge que el nivel de actividad durante el pasado año creció un 9,0%. La significativa expansión del nivel de actividad se apoyó en el dinamismo exhibido por la demanda interna, principalmente el de la Inversión que, neta de la depreciación, pasó a ser positiva luego de 3 años. Para responder el fuerte incremento en la demanda, la oferta hizo uso del importante nivel de recursos ociosos existentes. De esta forma, luego de dos años de marcada recuperación, la economía argentina se encuentra levemente por debajo de los niveles de producto de 1998 (medidos a precios constantes), siendo éste el último año de expansión previo a la crisis del 2002.

Ahora bien, durante el 2005 los componentes de la demanda podrían continuar mostrando un dinamismo importante, aunque algo menguado con respecto a los dos últimos años, debido a que una proporción de los incrementos observados tuvieron como fin responder a demandas postergadas durante el período de recesión por el que atravesó el país. En lo que hace concretamente a la Inversión, el resultado satisfactorio del Canje mejoraría el clima de negocios favoreciendo a la evolución de esta variable. Adicionalmente, es factible esperar que una vez cerrada la renegociación se incremente el nivel de financiamiento tanto interno como externo.

En referencia al Consumo Privado, éste tendría perspectivas favorables como resultado de los incrementos en la masa salarial (ver sección Empleo y salarios), a consecuencia de los aumentos esperados en la tasa de ocupación y en los niveles salariales. Adicionalmente, la culminación del Canje podría generar un efecto riqueza positivo sobre los tenedores de bonos residentes, que luego del default descontaron una pérdida superior a la implícita en los nuevos bonos, además de una mayor confianza de los consumidores.

Por último, el todavía alto nivel de competitividad ostentado por el país permitiría nuevos incrementos de las exportaciones, que estarían lideradas como en el pasado, por la venta de commodities agropecuarios y a las que paulatinamente se van incorporando exportaciones de bienes no tradicionales (como ejemplo, las buenas performances exhibidas por los sectores industriales durante el 2004, como ser Productos Químicos y Automotores).

En conclusión, al analizar el PIB desde el punto de vista de la demanda, entendemos que existe margen para que durante el 2005 la misma continúe mostrando un dinamismo importante, aún previendo una desaceleración de sus componentes respecto a los observados durante los últimos dos años. Sin embargo, la pregunta que debemos plantearnos ahora es si durante el presente año la oferta contará con la capacidad suficiente para responder a los mayores requerimientos de la demanda.

La oferta no limitaría el dinamismo exhibido por la demanda.

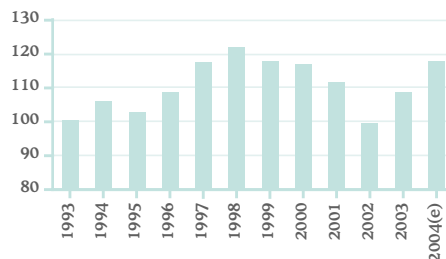
La importante recuperación de la economía registrada durante los dos últimos años está generando un rápido cierre del "output gap" abierto durante el período recesivo. Esta situación plantea el interrogante sobre si la oferta cuenta con posibilidades de responder al comentado dinamismo de la demanda, o por el contrario si las restricciones de oferta pudiesen impedir una continuada expansión.

En la situación actual podrían existir dos restricciones desde el punto de vista de la oferta: de capacidad instalada y energética.

Con el fin de analizar la existencia de restricciones en la capacidad de producción de la economía, centramos nuestra atención principalmente en el sector industrial no sólo por el peso que tiene éste en el conjunto de la economía, sino porque en los últimos años ha sido uno de los principales motores del crecimiento. Adicionalmente debe tenerse en cuenta que las restricciones de capacidad golpean en mayor medida sobre este sector.

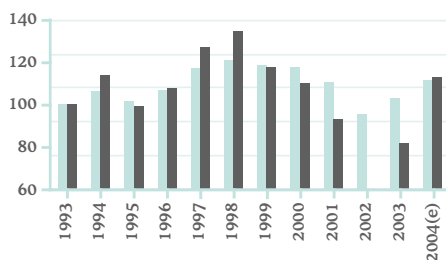
Durante el 2004 el sector industrial creció por segundo año consecutivo por

Evolución del PIB a precios constantes. Índice base 100-1993.



Fuente: Dirección de CCNN - Ministerio de Economía.

Evolución del Consumo e inversión a precios constantes. Índice base 100=1993.



Consumo
Inversión

Fuente: Dirección de CCNN - Ministerio de Economía.

PBI por Sectores de Producción. En variación porcentual.

Sectores de Producción	2004	2005(e)
Sectores prod. de bienes	10.4	7.5
Agricultura, ganadería, caza	-1.0	5.0
Pesca	-19	0.0
Explotación de minas y canteras	-0.4	0.0
Industria Manufacturera	11.9	7.5
Suministro electricidad, gas y agua	6.6	4.0
Construcción	29.4	15.0
Sectores prod. de servicios	6.8	6.2
Comercio mayorista y minorista	13.5	10.0
Hoteles y restaurantes	6.9	7.0
Transporte, almacenamiento y com.	13.4	9.0
Intermediación financiera	-5.5	5.0
Act. inmobiliaria, empr. y alquiler	4.3	3.0
Adm. Pública y defensa	1.8	2.5
Enseñanza, servicios sociales y salud	2.9	3.5
Otras act. de serv. Comunitarias, etc.	9.0	9.0

Fuente: BBVA Banco Francés.

Oferta y Demanda Global. Series a precios constantes.

		2003	2004	2005(e)	2006(e)
Consumo	var. a/a	8.2%	9.4%	7.0%	4.9%
Privado	% PIB	65.6%	65.9%	65.9%	66.1%
Inversión	var. a/a	38.2%	34.5%	1 0%	10.0%
Bruta	% PIB	14.3%	17.7%	19.5%	20.5%
Exportaciones	var. a/a	6.0%	8.2%	9.0%	5.5%
Bienes y Serv.	% PIB	13.7%	13.6%	13.9%	14.0%
Importaciones	var. a/a	37.6%	39.8%	0%	14.0%
Bienes y Serv.	% PIB	8.0%	10.2%	11.6%	12.7%

Fuente: BBVA Banco Francés.

encima del 10% (11,9%) lo que generó que el porcentaje de uso de la capacidad instalada en promedio se ubique en un 70%. Aún cuando esta cifra sugeriría que todavía la industria podría crecer a tasas importantes sin la necesidad de realizar nuevas inversiones, hay que tener en cuenta las diferentes situaciones en las que se encuentran los bloques sectoriales. En el recuadro que se expone más abajo y que construye un escenario para el sector industrial se concluye que la industria contaría con capacidad de crecer en el margen a tasas similares a las observadas durante el 2004, siendo los únicos limitantes los sectores que a la fecha están utilizando plenamente su capacidad instalada (refinación de petróleo y metálicas básicas).

Con relación al resto de los sectores de la oferta, no parecen existir limitaciones para que el sector Agropecuario se expanda a los niveles observados durante los últimos años, aunque desaceleraría su tasa de crecimiento reciente por los menores niveles de precios internacionales que desalientan la inversión en el sector. Asimismo el sector Construcción tampoco encontraría restricciones debido a que el bloque industrial Minerales no metálicos, que elabora los insumos necesarios para esta actividad (cemento, vidrio y otros materiales), exhibe una importante capacidad ociosa. Por último, no existirían restricciones de capacidad que en principio operen sobre los sectores productores de servicios.

En lo que hace al suministro energético, entendemos que tampoco representará una limitante significativa a la producción, aún cuando no descartamos que se produzcan inconvenientes puntuales en días de alta demanda. Al igual que durante el 2004, esperamos que las distintas estrategias implementadas por el Gobierno sean eficaces. De esta forma, una combinación de menores exportaciones de gas a Chile y Uruguay durante los meses de mayor utilización local sumado a una mayor importación de gas desde Bolivia y fuel oil de Venezuela, resolverían parte del déficit existente. Asimismo, estas medidas que impactarían sobre la balanza comercial, podrían ser aplicadas conjuntamente con políticas dirigidas a la demanda residencial desincentivando el consumo de la misma mediante premios y castigos. No obstante lo anterior, es necesario advertir que estas estrategias pueden funcionar en el mediano plazo, pero no son útiles como estrategias de largo plazo dado que el problema energético se presenta como estructural y para resolverlo se deberían realizar las inversiones necesarias, como así también implementar un realineamiento de los precios relativos del sector.

El crecimiento del PIB durante el 2005 se ubicaría en el 7,0% y desaceleraría al 4,5% en el 2006.

De lo comentado hasta aquí, las restricciones de oferta no operarían de manera significativa durante el 2005, con lo cual la demanda podría continuar mostrándose dinámica aunque con signos de desaceleración a consecuencia de que gran parte de la demanda postergada durante el período recesivo, ya fue efectivizada en los años recientes. Asimismo, el contexto internacional de tasas de interés en alza representaría un factor, que aunque en menor medida, repercutiría negativamente sobre la actividad.

En concreto, para el presente año nuestra estimación de crecimiento del PIB la ubicamos en torno al 7,0%, lo que representa una desaceleración respecto al 9,0% del 2004. Sin embargo, la disminución señalada no sería tal si se observan los crecimientos en el margen, ya que una proporción de ésta se da a consecuencia de un menor "efecto arrastre".

Al analizar el cuadro de Oferta y Demanda Global para el 2005 (ver tabla adjunta), se observa que en nuestra proyección la Inversión continúa siendo el componente más dinámico (18,0%), sin embargo no debe perderse de vista que la velocidad a la que desacelera esta variable es superior a la que lo hace el resto, dando lugar a que paulatinamente el Consumo Privado comience a tener una incidencia más importante en el crecimiento de la actividad económica.

Con respecto al año 2006, la demanda podría evolucionar nuevamente en forma favorable. En el caso de la inversión, la finalización del proceso de Canje durante el presente año, despejaría la incertidumbre respecto a este tema generando un efecto positivo sobre esta variable. Asimismo, el paulatino aumento en la masa salarial continuaría repercutiendo sobre los niveles de consumo.

Sin embargo, durante este año se harían sentir de manera más marcada las restricciones de capacidad instalada como consecuencia de que más bloques alcanzarían la plena utilización de la misma. Con respecto a este

tema debe tenerse en cuenta que una proporción importante de las inversiones realizadas en los últimos años, fue en construcción y una parte considerable fue a reponer bienes de capital que mostraban un alto nivel de amortización y que no habían sido renovados en el período recesivo. De esta forma, sólo una proporción de la Inversión observada durante los últimos años dio lugar a un genuino incremento de la capacidad de producción.

En resumen, las nuevas restricciones en la capacidad de producción que enfrentará el país, sumado al considerable menor efecto arrastre que dejará el 2005, nos llevan a proyectar un 2006 donde el producto muestre un crecimiento del orden del 4,5%.

De confirmarse nuestros pronósticos la fase expansiva del ciclo actual podría extenderse a 4 años y medio (54 meses), lo cual no parece demasiado ya que históricamente existieron recuperaciones aún más largas, una de las más recientes fue la posterior a la crisis del '89 que duró 64 meses. Adicionalmente, la fase recesiva que precedió a la fase actual fue una de las de mayor magnitud, por lo cual cabría esperar un ciclo de expansión duradero.

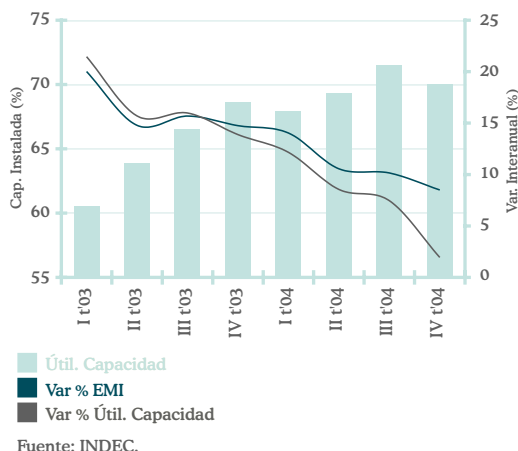
Proyecciones de crecimiento. Series a precios constantes.

	Arrastre estadístico	Crecimiento Trim. marginal	Proyección del PIB
2003	1.5%	2.8%	8.8%
2004	4.5%	2.0%	9.0%
2005(e)	3.9%	1.1%	7.0%
2006(e)	1.6%	1.1%	4.5%

Fuente: BBVA Banco Francés.

La capacidad instalada durante el 2005 no es un limitante para el crecimiento industrial.

Producto Industrial y Utilización de capacidad. Situación 2004 sobre la base de datos del EMI.



Producto Industrial y Utilización de capacidad por bloques sectoriales.

Sectores Industriales situación 2004	Utilización de Capacidad		EMI var. %
	Nivel	var. %	
Alimentos y Bebidas	73.1	6.5	6.8
Productos del Tabaco	65.6	-4.9	-7.9
Productos Textiles	77.9	4.8	7.9
Papel y Cartón	83.7	-0.6	11.3
Edición e Impresión	72.4	13.1	20.5
Refinación del petróleo	88.9	1.5	2.2
Sustancias y Productos Químicos	76.9	5.0	10.9
Caucho y Plástico	66.3	9.9	10.8
Minerales no metálicos	52.4	10.5	17.2
Industrias Metálicas Básicas	93.5	0.8	1.1
Vehículos Automotores	33.7	51.3	53.3
Metalmeccánica s/automotriz	60.9	10.3	13.1
Nivel General	69.7	7.4	10.7

Fuente: INDEC.

Luego de la crisis de 2002, la producción industrial se ubicó en un 22% por debajo de su máximo nivel registrado en 1998. No obstante, el crecimiento industrial exhibido durante los dos últimos años (13% promedio), permitió que los niveles de producción se establezcan algo por debajo del máximo mencionado, lo cual arroja algunas dudas sobre la capacidad que tendrá el sector durante el presente año para dar respuesta al dinamismo mostrado por la demanda.

Con el fin de contestar al interrogante planteado sobre la capacidad de la Industria de volver a mostrar durante el 2005 un significativo crecimiento, proyectamos cada uno de los bloques sectoriales atendiendo a su situación respectiva. De esta forma, encontramos que existen tres grupos que muestran situaciones bien diferenciadas.

En un primer grupo se encuentran los bloques que dan cuenta prácticamente de una plena utilización de su capacidad instalada. Aquí se incluye los sectores que verifican una utilización de su capacidad en torno al 90%, entre los que se encuentran Industrias metálicas básicas (principalmente siderurgia y aluminio) y Refinación de petróleo. En el caso de Refinación de petróleo durante el último año no dio cuenta de un incremento en su producción, mientras que las Industrias metálicas básicas lo han hecho levemente como consecuencia de algunas mejoras introducidas en los procesos de producción. A pesar de ello, estos no han registrado inversiones significativas lo cual puede ser explicado por la indivisibilidad que enfrentan en los procesos de inversión y la incertidumbre generada por el proceso de Canje.

En un segundo grupo, incluimos bloques sectoriales que muestran un uso de su capacidad instalada por debajo del 85% y por encima del 60%. Dentro de este grupo encontramos sectores que durante el 2004 mostraron importante crecimiento, en su mayoría en un rango que va desde el 5% al 10%. En todos los casos estos aumentos en producción se lograron haciendo un uso mayor de la capacidad disponible, aunque se observan casos puntuales donde el incremento en el uso de la capacidad instalada no acompaña al crecimiento, lo cual da indicios de que sobre los mismos se han realizado inversiones con el fin de expandir las posibilidades de producción.

En un tercer grupo, incluimos bloques sectoriales que cuentan con una importante capacidad ociosa. En este grupo se destaca la industria automotriz que durante el 2004 influyó enormemente en la performance de toda la industria, ya que aportó 4,2% al crecimiento total de ésta sin la necesidad de realizar inversiones con el fin de ampliar su capacidad.

Tomando en cuenta la situación de los distintos grupos comentados, construimos un escenario con el objetivo de determinar las restricciones al crecimiento que podría exhibir la industria.

Con respecto al primer grupo, proyectamos un crecimiento nulo para los rubros que lo componen debido a que no contarían con capacidad para aumentar su producción. Entendemos que las inversiones necesarias para expandir las capacidades de estos sectores requieren tiempo de maduración, con lo cual no se encontrarían operativas en el corto plazo. Adicionalmente, a la fecha no se conocen proyectos de inversión en firme para estos bloques.

Para proyectar el crecimiento de los bloques incorporados en el segundo grupo adoptamos el supuesto de que estos, aprovechando su capacidad ociosa, podrían crecer en el margen en la misma medida que lo hicieron durante el 2004. Con este fin se estimó el crecimiento del pasado año una vez restado el efecto arrastre dejado por el 2003. Asimismo, verificamos que bajo la hipótesis de rendimientos constantes a escala (el incremento en producción es igual al aumento del uso de la capacidad instalada) ningún bloque sobrepasará una utilización del 90% considerada en principio como límite.

Por último, como se señaló anteriormente las características actuales de la industria automotriz hacen que sea necesario tratarla por separado. Durante el 2004, el sector creció al 53%, sin embargo sólo dos tercios de éste representan un crecimiento en el margen dado que el resto es efecto arrastre del 2003. Debido a que se consideró que el crecimiento del año anterior es poco probable que se vuelva a repetir este año, aún ante la presencia de una importante capacidad ociosa, decidimos utilizar como

crecimiento en el margen sólo un tercio de los dos tercios observados en el 2004, con lo cual el incremento de la producción de la industria automotriz sin considerar el efecto arrastre podría alcanzar el 18%.

Las hipótesis de crecimiento comentadas para cada uno de los bloques sectoriales arrojan un escenario donde la industria tendría posibilidades de mostrar un crecimiento en el margen de un rango entre 5% y 6%. Si a este crecimiento se le adiciona el efecto arrastre que deja el 2004, el sector industrial podría estar en condiciones de crecer en el 2005 entre un 7% y un 8%. En 2005, la industria habría alcanzado entonces un nivel de utilización de capacidad promedio de alrededor del 74%, con lo cual aún habría espacio para seguir creciendo sin mayores inversiones. La rama de Papel y Cartón podría enfrentar restricciones de capacidad hacia el 2006 (más de 90% de utilización) mientras que la mayoría de las ramas seguirían en el bloque 2 y sólo Automotores y Minerales no metálicos tendrían una utilización menor al 60%.

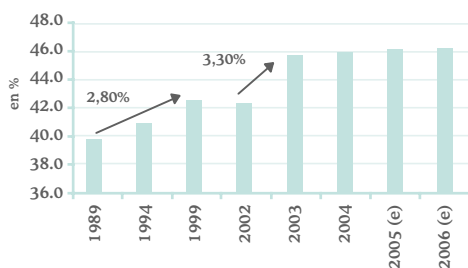
Nuestros escenarios para el 2005 y 2006 prevén nuevas mejoras en la ocupación y los salarios.

El año 2004 mostró una notable recuperación en los niveles de empleo que siguieron acompañando la buena performance de la actividad productiva, como así también una mejora en los niveles de remuneración promedio de los trabajadores asalariados.

Con respecto a la ocupación, el crecimiento del empleo alcanzó en el año 6,3% con relación al año anterior. Ello implicó una importante reducción en la tasa de trabajadores desocupados ubicada ahora en un nivel promedio del 13,6% de los trabajadores económicamente activos. Esta medida incluye como ocupados a aquellos beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar que realizan una contraprestación laboral.

El cuadro laboral esperado para el año que se inicia nos mostraría un nuevo avance positivo en términos de ocupación aunque en menor cuantía que en el 2004, mientras que en el 2006 su caída sería más marginal por las razones que se exponen más abajo.

Tasa de actividad.



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos EPH (INDEC).

La demanda de trabajadores crecerá más que la oferta.

Estimamos que la oferta de trabajo aumentará ligeramente por encima de la tasa de crecimiento vegetativo de la población (1,1% anual), por un modesto incremento en la tasa de participación de la población en el mercado laboral como consecuencia de una mayor incorporación de la mujer como sucede en las economías más desarrolladas. De esta manera en el año se registraría una mayor oferta laboral, con un aumento neto estimado en 221 miles de personas.

Como puede verse en el gráfico de la Tasa de Actividad entre 1989 y 1999 aumentó alrededor de tres puntos porcentuales entre puntas. Con la incorporación en el 2003 de una gran cantidad de personas beneficiarias del Plan Jefas/Jefes de Hogar se produjo un importante salto (superior en magnitud) ya que se los consideró como activos, buscaran o no trabajo.

Nuestra previsión para los próximos años (consideramos sólo un aumento de un punto porcentual entre puntas para el próximo decenio), la ubicamos por debajo de la observada durante el decenio de los '90 debido que gran parte del aumento esperado en la participación de más trabajadores en el mercado, ya se produjo con la incorporación de los beneficiarios del Plan Jefas/Jefes de Hogar y existirá durante el período un paulatino traspaso de beneficiarios de subsidios a trabajadores efectivos de continuar con el escenario de crecimiento que esperamos para la actividad económica.

Por el lado de la demanda, nuestra proyección se basa en una elasticidad Empleo/PIB que se reducirá de los altos niveles registrados en los últimos dos años, para ubicarse en torno al 0,7 debido a la gradual recuperación de los salarios reales.

Elegimos esta cifra como valor de transición hacia una elasticidad Empleo/PIB de más largo plazo que la estimamos en el 0,55 (ya vigente en el 2006), más acorde con lo observado en otros períodos de recuperación, excluyendo el 90/94 y el 2002/2004. En el ciclo 90/94 la elasticidad fue muy baja debido al ajuste de la economía al nuevo patrón de funcionamiento de mayor apertura y proceso de privatización de empresas públicas. En los últimos dos años se observó una intensa recuperación, luego del récord de desocupación alcanzado en 2002 y la incorporación de los Planes Jefas/Jefes de Hogar.

Con los valores de elasticidad Empleo/PIB antes comentados y los crecimientos del PIB esperados de 7,0% y 4,5% para los dos próximos años, es que esperamos que continúe aumentando la demanda de empleo. Adicionalmente, le agregamos un supuesto de absorción de unos cien mil planes Jefas/Jefes de Hogar con contraprestación laboral para cada año proyectado, que si bien se mantendrían en calidad de ocupados como están ahora pasarían a incorporarse como trabajadores de alguna rama de actividad y dejarían de recibir los subsidios. De esta forma, los nuevos empleos netos creados ascienden a un total de 628 mil.

El resultado es entonces para el 2005 de una merma en la cantidad de desempleados de más de 400 mil, con lo que la Tasa de Desocupación promedio anual se ubicaría en el 11,1% de la Población Económicamente Activa. Para el 2006, la merma será claramente marginal, manteniendo siempre el supuesto de absorción de Planes, debido a la menor tasa de crecimiento del PIB esperada (4,5%) y una elasticidad más baja (0,55) como se comentara más arriba. La tasa de desocupación se ubicaría en el 10,6%.

Ciclos de expansión.

	Δ % PIB	Δ % Empleo	Elast. Empleo/PIB
1978/1980	8.7%	3.9%	0.45
1982/1984	6.1%	3.4%	0.55
1987/1985	8.7%	7.0%	0.81
1994/1990	33.8%	7.5%	0.22
1998/1995	18.5%	10.9%	0.59
2004/2002	18.1%	19.1%	1.06
2005(e) /2004	7.0%	4.9%	0.70
2006(e) /2005 (e)	4.5%	2.5%	0.55

Fuente: BBVA Banco Francés.

La recuperación salarial es más intensa en el sector formal, sobre todo en industria.

En materia salarial, para el presente año persistiría la política oficial de subas otorgadas por decreto que en general alcanza a los trabajadores registrados, si bien pensamos que en la práctica la misma genera algún derrame sobre los trabajadores informales. Al respecto, durante el pasado mes de enero ya se efectivizó un aumento de \$ 100 para los trabajadores privados registrados y los empleados públicos con sueldos menores a los \$1.250.

A la política implementada desde el Gobierno debemos adicionarle la existencia de una mayor presión hacia la recomposición de los salarios por parte de distintos sectores de actividad, que incluso en estos primeros meses del año ya se han manifestado, como ser el caso de los trabajadores de subterráneos. La mejora en el clima económico y la fuerte baja en el desempleo influyen para que se registren reclamos sindicales tendientes a una recomposición en los niveles de ingresos.

Como se muestra en la Tabla adjunta existe una asimetría en la evolución del salario real porque sólo recuperaron su nivel precrisis (IV trimestre '01) los salarios de los trabajadores privados registrados, mientras que los correspondientes a los no registrados y a los públicos se ubican con bajas entre 25 y 28%.

De esta manera, el promedio general de los salarios presentaba al IV trimestre '04 un retroceso del 14,8% con relación al nivel vigente en el IV trimestre '01. Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que los niveles previos a la crisis ya eran relativamente bajos.

Es ilustrativo observar el comportamiento del salario del Sector Industrial donde la mejora ha sido incluso más marcada que el promedio del sector privado registrado.

La suba del Salario por Obrero Ocupado (incluye horas extras) durante el 2004 alcanzó nominalmente al 26,9%, lo que significó una mejora en términos reales del 21,5%. De esta manera, el nivel del año 2004 supera al año 2002 y hay que remontarse a 1994 para encontrar un valor superior como puede observarse en el gráfico adjunto.

Esta importante mejora que se observa en el salario real industrial ha sido posible por el importante cambio de precios relativos provocado por la devaluación y que motivara en los sectores industriales un importante crecimiento en los excedentes brutos de explotación. La posibilidad que los salarios sigan creciendo por encima de la productividad (como lo ha hecho en los dos últimos años) sin que se produzcan traslados a precios, dependerá de cada rama en particular. Es muy difícil augurarlos para sectores no transables que contrariamente a los transables tuvieron un efecto negativo sobre su rentabilidad después de la devaluación.

Para el 2005 proyectamos que no se registrarán nuevos aumentos de suma fija por parte del Gobierno y que persistirán presiones en algunos sectores para recomposiciones adicionales, con lo cual nominalmente prevemos una suba del 12,1% en promedio, es decir suponemos que también se producirían ajustes en los trabajadores no registrados. Ello frente a una inflación proyectada de 9,3% promedio anual (que es asimilable a 10,9% en punta) significaría una mejora del salario real del 2,6% en promedio.

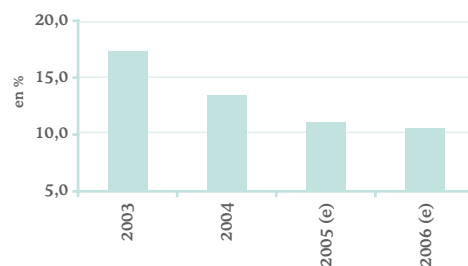
Para el 2006, nuestra proyección es de un crecimiento del salario real del 1,8%, lo que significaría que se apropia totalmente de la contribución de la Productividad Total de los Factores en el año como surge de estudios realizados, con lo cual teniendo en cuenta la inflación proyectada, el aumento nominal se ubicaría en el 9,2% anual.

La masa salarial aumentaría más de 16% en 2005.

De esta manera, tomando en cuenta los aumentos estimados en los salarios nominales y en los niveles de ocupación proyectamos que la masa salarial tendría un incremento en el año 2005 del 16,8%. El aumento esperado en la masa salarial es similar al registrado en el año 2004 (18,0%), en ambos casos como consecuencia de un mayor crecimiento de los salarios que de los niveles de empleo, lo cual se acentúa en el corriente año.

Para el 2006, el alza en la masa salarial será menor debido a que ambos componentes se proyectan a valores inferiores, alcanzando al 11,2%.

Tasa de desempleo.



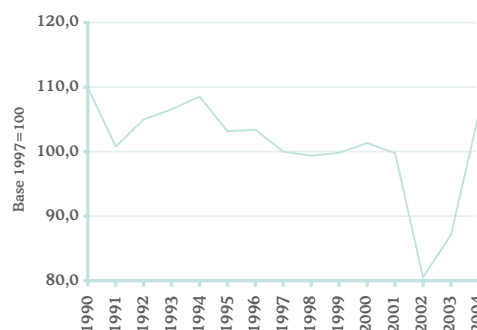
Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del INDEC y estimación propia.

Variación % del Salario Real.

Sectores	IV T '04 / IV T '01
Privado Registrado	-2.8%
Privado no Registrado	-25.4%
Público	-28.1%
Nivel General	-14.8%

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del INDEC.

Evolución Salario Industrial Real. Promedio anual.



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del INDEC.

Fuentes y Usos de fondos Gobierno Nacional.

en mill. de US\$	2003	2004	2005(e)
Superávit primario nacional	2,939	5,949	6,226
Adelantos BCRA	2,282	1,957	1,000
Desembolsos Organismos	10,238	4,282	0
Total Fuentes	15,459	12,189	7,226
Organismos Multilaterales	-12,255	-7,752	-5,609
Capital	-10,668	-6,593	-4,546
Intereses	-1,587	-1,159	-1,063
Deuda reestructurada	0	0	-1,916
Capital	0	0	0
Intereses	0	0	-1,916
Deuda performing	-987	-1,607	-4,267
Capital	-458	-863	-3,401
Intereses	-529	-744	-866
Total Usos	-13,242	-9,360	-11,792
Superávit / Déficit del año	2,217	2,829	-4,567
Superávit / Déficit acumulado	2,217	5,046	480
Saldo de depósitos totales de la Nación y otros Entes Oficiales.	3,600	5,900	

Fuente: Estimaciones propias en base a información del MECON, BCRA y FMI.

Estimación del resultado primario bajo distintas hipótesis de variación en retenciones y salarios públicos y jubilaciones.

Escenarios	Variación % en			
	Retenciones		Salarios Públicos y jubilaciones	
	2005/04	2006/05	2005/04	2006/05
Base	3.2%	3.2%	+13,5%	+13,5%
Riesgo 1	-33%	0%	+13,5%	+13,5%
Riesgo 2	-33%	0%	+13,5%	+23%
Escenarios	Resultado primario en % del PIB			
	2005	2006		
Base	3.8%	3.4%		
Riesgo 1	3.1%	2.6%		
Riesgo 2	3.1%	1.9%		

Escenarios:

Base: Las retenciones no se modifican y salarios públicos y jubilaciones no recuperan niveles reales fin convertibilidad.

Riesgo 1: caen 1/3 las retenciones en el 2005.

Riesgo 2: caen 1/3 las retenciones en el 2005 y los salarios públicos y jubilaciones recuperan en términos reales. Aproximadamente un 50 % de la pérdida del poder adquisitivo en el 2006.

Fuente: BBVA Banco Francés.

Como en la mayoría de los casos el salario no ha recuperado el ya disminuido poder de compra que ostentaba con anterioridad a la devaluación, es de prever que la mayor parte del incremento estimado en la masa salarial se traslade al Consumo.

Es probable que en el 2005 el resultado fiscal sea sólido, pero las necesidades financieras del gobierno serán más abultadas.

En el año 2004 la Nación cerró con un superávit primario de caja de \$ 17.300 millones lo que representa unos 4 puntos porcentuales del PIB. En el ámbito provincial también el desempeño fiscal fue destacado, porque con los datos anualizados del 3er. semestre el excedente primario alcanzó a 2,5% del PIB.

Nuestra visión del 2005 es que esta situación podría ser sostenible y que el superávit primario nacional se ubicaría en 3,8 % del PIB. Esto se apoya en la idea de que la recaudación tributaria a PIB seguirá siendo mayor que 1 (aunque se desacelere con respecto al año anterior), y en que el gasto primario aumenta, pero de manera controlada, como ya expusimos en nuestro último informe.

La importancia de alcanzar este superávit es crucial si tenemos en cuenta que durante el 2005 habrá un aumento importante de los vencimientos de la deuda en situación performing y aún sigue siendo poco probable que haya nuevo financiamiento para Argentina, a pesar que comenzará a regularizarse la deuda en default. En este punto, también es clave el grado de avance que se logre en las negociaciones con el FMI, porque la definición de un acuerdo habilitaría la reprogramación de los vencimientos de capital con los organismos multilaterales, los que representan casi un 40% del total de las obligaciones del año.

Las necesidades financieras de capital e intereses del 2005 ascienden a U\$S 11.800 millones (los supuestos bajo los que estimamos este flujo de egresos se encuentran más abajo). Haciendo la hipótesis más fuerte de ausencia de fuentes alternativas de financiamiento (falta de acuerdo con el FMI en el 2005 y restricción de financiamiento doméstico), aún sería posible cerrar la caja del año del gobierno, pero prácticamente agotando todo el excedente fiscal acumulado ya que durante el 2003 y 2004 la Nación atesoró unos US\$ 5.000 millones actualmente depositados en cuentas bancarias del sector público.

Pensamos que el gobierno nacional evitaría llegar a esa situación y ante el dilema, las posibles opciones serían: acelerar un acuerdo con el FMI, modificar la Carta Orgánica del BCRA y/o negociar con los inversores locales la refinanciación parcial de algunos de los vencimientos de deuda.

Supuestos del flujo de caja del gobierno nacional:

- Se cancelan los vencimientos de capital no prorrogables de organismos multilaterales del 2005.
- Se recurre a financiamiento del Banco Central por US\$ 1.000 millones (el aumento del margen disponible que estimamos habría en el año).
- Los intereses de deuda reestructurada corresponden a una aceptación del 100% del canje. En el 2005 se pagan los cupones correspondientes a ese año y a los del año anterior, tal como figura en la oferta de canje.
- La deuda performing incluye pago de Boden y Préstamos garantizados que no se refinancian. Excluye los pagos de la deuda provincial (aproximadamente US\$ 1.000 millones anuales de los cuales el 63% es Bogar) que serían afrontados por las provincias.

Posibles riesgos que podrían debilitar el superávit fiscal de este año y el próximo.

Por el lado de los ingresos, es conocido el hecho que el superávit primario está apoyado en la recaudación de dos impuestos "distorsivos" creados durante la crisis de los años 2001 y 2002: las retenciones a las exportaciones y el impuesto a los débitos y créditos bancarios. Entre ambos impuestos se recaudaron en 2004 \$ 18.000 millones, el 18% del total de la recaudación tributaria. Aunque es baja la probabilidad que alguno de los dos

impuestos se suprima, las retenciones comienzan a estar expuestas a presiones sectoriales tendientes a su eliminación dado que la rentabilidad agropecuaria está cayendo y los beneficios relativos que tuvieron en general los sectores exportadores con la devaluación del peso, se han estado diluyendo lentamente. Además, los precios de los commodities que exporta Argentina no volverían a tener los máximos que mostraron en el curso de los últimos dos años.

Del lado de los egresos fiscales, el mayor conflicto podría provenir del ámbito salarial. Las remuneraciones a los empleados públicos y jubilaciones tienen un peso considerable, representando el 36,7% del gasto primario en el último año. Si bien se han hecho ajustes marginales últimamente, los salarios y jubilaciones no se han recuperado en términos reales desde los niveles pre-devaluación.

Estimamos que cambios en el escenario fiscal en cualquiera de estas direcciones o ambas, pueden tener un costo de entre 0,7 y 1,9 puntos del PIB con el consecuente aumento del riesgo por agravamiento de los problemas financieros. Es difícil predecir si estos ajustes van a ocurrir durante el corriente año o, con más probabilidad en el 2006, pero estos factores empeoran gradualmente a medida que transcurre el tiempo y con más razón, si los precios comienzan a mostrar alguna aceleración a la vez que los precios internacionales de los granos se mantienen bajos.

¿Se acelera la inflación minorista?

Del análisis de la evolución reciente del IPC es posible advertir que a partir del mes de diciembre se produce un quiebre en la tendencia del índice. Como puede observarse en el gráfico adjunto desde abril del pasado año los precios minoristas exhibían una desaceleración, sin embargo en los tres últimos meses conocidos (a febrero), los mismos han mostrado una significativa aceleración, alcanzando en promedio una variación mensual superior al 1%.

Como cabe esperar, el componente que determinó la evolución señalada del IPC (nivel general) fue la inflación subyacente (Resto del IPC en la metodología del Indec), lo cual puede ser verificado en el siguiente gráfico. La inflación subyacente se construye al eliminar del índice (nivel general) los rubros que verifican cambios estacionales y los que se encuentran regulados por el gobierno.

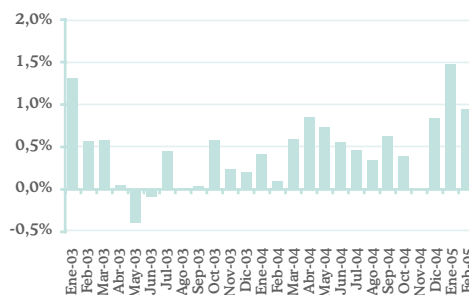
La aceleración reciente en el nivel general de los precios minoristas estaría explicada por una presión de demanda que repercutió principalmente sobre los rubros que componen la inflación subyacente. Así tanto en diciembre como particularmente durante el primer bimestre del corriente, se advierte un incremento en rubros que dan cuenta de una mayor presión de demanda, ejemplo de estos serían Alimentos y bebidas consumidos fuera del hogar, Viviendas y servicios básicos y Equipamiento y mantenimiento del hogar.

Desde el punto de vista coyuntural, dicha presión de demanda estaría generada por la política fiscal de diciembre, y por la política monetaria expansiva de la última parte del 2004 que estaría actuando con algún rezago.

Sin embargo, esta aceleración de la inercia inflacionaria requiere un análisis más profundo sobre las causas que la podrían estar originando, máxime teniendo en cuenta la meta del BCRA de avanzar en la implementación de un sistema de "inflation targeting". Desde un enfoque más general es posible conjeturar sobre la dinámica futura del IPC a partir de la óptica de tres modelos teóricos que estamos trabajando siguiendo estudios de los bancos centrales de países emergentes como México y Turquía, dadas las incertidumbres que plantea usar un modelo en particular:

- Un modelo de "Mark up" o de presión de costos, donde la evolución del IPC se explica por las variaciones en los Salarios domésticos y el Precio de los bienes importados que también podrían ser asimilados a la Inflación internacional (medida en precios domésticos como resultado de convertir por el tipo de cambio). De esta forma las variaciones en los precios serían el reflejo de las variaciones en los costos que enfrentan las empresas.
- Un modelo de Desequilibrio Monetario donde la evolución del IPC, más allá de depender de sus propios rezagos, se explica por la brecha de dinero existente en la economía, es decir el exceso o defecto de la oferta monetaria respecto a la demanda deseada por los agentes.
- Un modelo de presión de demanda real excedente o Curva de Phillips donde la evolución del IPC depende del Output gap (brecha de producto)

Evolución del IPC.
Variación m/m en %.



Fuente: INDEC.

IPC: nivel general y subyacente.
Promedio últimos 3 meses anualizados.



■ IPC nivel general
■ Resto IPC (subyacente INDEC)

Fuente: INDEC.

y de las expectativas de inflación según la especificación de Friedman, y al que se le agrega la tasa de variación del tipo de cambio.

Al considerar las variables involucradas en los tres modelos, la evolución prevista de los salarios, de la actividad económica y de la política monetaria apuntan a un escenario de aceleración de la inflación. La excepción la constituye el tipo de cambio que permanecerá relativamente estable con lo cual no representaría un factor de presión sobre los precios.

En lo que respecta al "Ouput gap", la brecha abierta luego de la crisis del 2002 se ha estado cerrando de forma acelerada durante los últimos dos años. Con lo cual al verificarse una nueva expansión del nivel de actividad en el presente año (7,0% - ver sección Actividad) llevaría a un aumento de las presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

Con relación a la evolución de Salarios, durante el presente año los aumentos programados por decreto a los trabajadores del sector formal, sumado a los paulatinos aumentos que esperamos concedan las empresas en algún momento del año (como fruto de las presiones generadas desde los distintos gremios), también llevarían a acelerar la tendencia de los precios.

En el caso del desequilibrio monetario, como se explica en el Sección correspondiente, a la fecha existiría un exceso de oferta monetaria que contribuiría a generar presiones sobre los precios. Sin embargo, con el fin de valorar los efectos de esta variable en los próximos meses se deben considerar dos factores. El primero y más importante es que aún se desconoce la estrategia que seguirá el Banco Central respecto al desequilibrio. Los datos de enero-febrero parecerían señalar que la intención es ir eliminando el exceso pero resta saber la velocidad a la que lo hará. En segundo lugar, se debe tener en cuenta que en general el desequilibrio monetario actúa con rezago sobre los precios. Existe poca evidencia empírica sobre el rezago, aunque nuestros estudios preliminares lo ubican en 6 meses.

Este análisis confirma el escenario sugerido por los datos observados en los últimos 3 meses, en el cual en 2005 los precios minoristas verificarían una aceleración respecto a nuestra anterior proyección. Sin embargo, no se extrapola un ritmo de aumento similar al de los tres últimos meses por considerar que sobre los mismos actuaron factores puntuales, y debido a que vemos probable una absorción de parte del desequilibrio monetario actualmente existente.

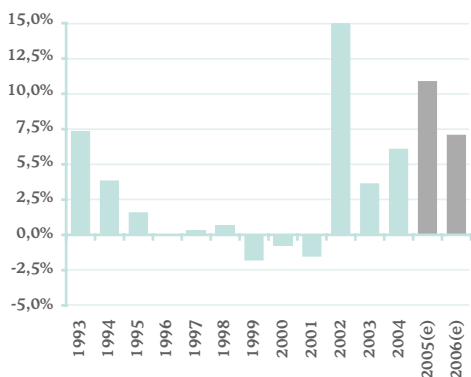
El escenario de estimación es confirmado por las proyecciones arrojadas por dos modelos econométricos, uno de series de tiempo y el segundo basado en la teoría económica.

1. El primero de ellos modela el comportamiento de los precios únicamente mediante la propia historia de estos, y son los habitualmente denominados Arima. El mencionado modelo se basa en la descomposición de los rubros del IPC en cinco componentes, utilizando como criterio para agrupar los mismos una lógica de oferta, es decir los distintos rubros del IPC se clasifican en Alimentos sin elaborar, y con elaboración, Productos industriales no energéticos y Energéticos, y Servicios. La evolución de cada uno de estos grupos es proyectada de acuerdo a su comportamiento pasado, resultando la estimación del IPC nivel general de la agregación (ponderada) de cada una de las proyecciones anteriores.

2. El segundo es el ya comentado modelo de "Mark up". De los tres modelos teóricos señalados anteriormente, este es sobre el cual hemos logrado el mayor avance. Las estimaciones del mismo fueron testeadas y pueden ser consideradas confiables y relativamente robustas. A diferencia de los modelos de la familia Arima, esta clase de modelos proyecta la evolución del IPC no sólo tomando en cuenta el pasado de esta variable sino que se incluye en su ajuste otras variables entre las que figuran: el salario, el tipo de cambio y la inflación internacional. Los modelos estructurales tienen en la práctica una ventaja respecto a los Arima al proyectar el largo plazo, sin embargo, en el corto plazo los modelos Arima puede ser que resulten más eficientes en modelar la dinámica.

En síntesis, lo expuesto hasta aquí nos lleva a proyectar una variación del IPC durante el presente año de 10,9%, cifra que puede ser descompuesta en una tendencia de 0,82% mensual sobre los datos conocidos de enero y febrero. La tendencia mensual estimada se encuentra por debajo del promedio mensual de los últimos 3 meses observados (1,1%) y ligeramente por encima de la tendencia de los últimos 6 meses (0,7%).

Proyección del IPC.
Variación anual en %.



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del INDEC.

El cierre de la brecha de producto junto con mayor presión sindical por la recuperación de salarios en los sectores rezagados (público e informal) podría presionar al alza el nivel de precios durante el 2006. La evolución del tipo de cambio, al igual que durante el 2005, no influiría positivamente sobre los precios. Sin embargo, estimamos una disminución en la tendencia de inflación, y esperamos una variación de los precios minoristas para el año próximo de 7,0%. La desaceleración proyectada del IPC estaría explicada principalmente por una política monetaria orientada a metas de inflación como resultado de una paulatina adopción de los criterios de "inflation targeting" una vez finalizado el proceso de Canje de deuda pública.

Las intervenciones del BCRA impedirían que el tipo de cambio nominal se deprecie durante el 2005.

Durante el 2004, el importante superávit de Balanza comercial y la menor salida de capitales presionaron a la baja al tipo de cambio nominal, sin embargo las marcadas intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario, y en menor medida del Banco Nación, evitaron la apreciación de nuestra moneda.

El excedente en la oferta de divisas del sector privado en nuestro escenario base para el 2005 sería superior al registrado durante el 2004 y nuevamente generaría presiones a la baja sobre la cotización del tipo de cambio. Mas allá de que estamos estimando un superávit de la balanza comercial inferior al del año pasado en US\$ 2.600 millones, como resultado del incremento en los niveles importados, el resultado favorable del Canje de deuda pública aseguraría un escenario de menor salida de capitales que compensaría las menores entradas de divisas por cuenta corriente. Sin embargo, al igual que en el 2004, la estrategia del Gobierno seguirá siendo sostener el tipo de cambio nominal evitando que este se aprecie de manera significativa.

Considerando este escenario (base) prevemos que el BCRA podrá, mediante sus intervenciones y las del Banco Nación, limpiar el excedente de divisas originado por el sector privado (US\$ 500 millones por encima del 2004) permitiendo que el tipo de cambio nominal a fines del 2005 continúe entorno de \$3,00 por dólar. No obstante esto no descartamos que en los meses siguientes al canje, el valor del dólar se ubique transitoriamente por debajo de \$2,90 al coincidir con la salida de la cosecha gruesa.

No obstante lo comentado, construimos un segundo escenario más optimista donde el resultado favorable del canje alienta una mayor entrada de capitales dando como resultado una cuenta capital con signo positivo. En este escenario de mayor exceso de divisas (US\$ 2.000 millones más que el escenario base), entendemos que al BCRA le será difícil contener el tipo de cambio sin generar una aceleración en la inflación. De esta forma el tipo de cambio nominal en este escenario exhibiría una apreciación aunque la misma no dejaría de ser moderada.

Finalmente debe tenerse en cuenta que aún cuando sea este último el escenario que se verifique, el gobierno podría incorporar medidas tendientes a controlar la entrada de capitales con el fin de evitar una excesiva apreciación del tipo de cambio nominal aunque estos controles, en general, no han resultado eficientes en la práctica.

El tipo de cambio real interno se apreciaría en el 2005.

Con nuestras previsiones de tipo de cambio nominal e inflación para este año, la apreciación del tipo de cambio real se aceleraría respecto de lo observado en el 2004. En efecto, esperamos una apreciación del tipo de cambio real del orden del 9,3% frente al 4,4% del año anterior. Para el próximo año, esperamos que el tipo de cambio real permanezca prácticamente constante.

¿Qué factores incidirían en la apreciación real del peso este año?

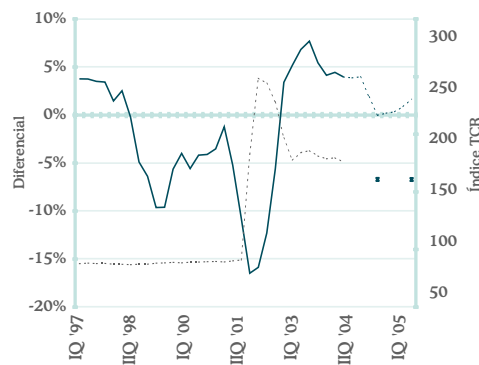
El ancla sobre el tipo de cambio que tuvo vigencia durante el programa monetario de los '90 repercutió en el mantenimiento de un peso excesivamente apreciado a lo largo de la década. Sin embargo, la salida de la Convertibilidad, que tuvo lugar a comienzos de 2002, provocó un brusco ajuste en el tipo de cambio real, llevándolo a niveles por de más depreciados.

Proyección del Balance Cambiario. Cifras en millones de us\$.

	Mercancías	Servicios	Rentas	Capital	Total
2003	12,595	-337	-2,228	-4,035	6,219
2004	12,778	-234	-1,836	-3,622	7,443
2005					
Base	10,135	-102	-2,020	-600	8,014
optimista	10,135	-102	-2,020	1,400	10,014

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos BCRA.

El mayor crecimiento de Argentina ayudaría a la apreciación cambiaria.



— Diferencial de crecimiento USA - Argentina
 Tipo de cambio real

Fuente: BBVA Banco Francés.

Estimaciones para Argentina.

Argentina			
Año	Tipo de cambio nominal	Inflación	Tipo de cambio real
2004	2.98	6.1%	-4.4%
2005(e)	3.00	10.9%	-9.3%
2006(e)	3.21	7.1%	-0.1%

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de BCRA e INDEC.

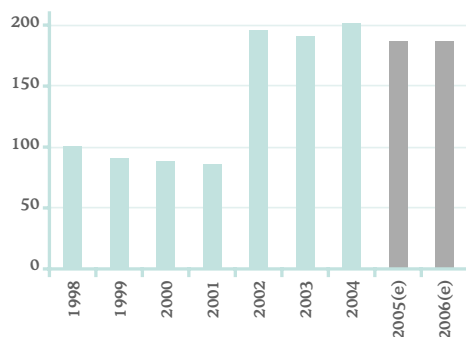
Evolución de la Competitividad Argentina / Brasil.

Año	Argentina	Brasil	Competitividad Argentina/Brasil
2003	-16.6%	-25.2%	8.6%
2004	-4.4%	-14.6%	10.3%
2005(e)	-9.3%	1.3%	-10.6%
2006(e)	-0.1%	0.8%	-0.9%

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos Banco Central de Brasil, BCRA e INDEC.

Evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral.

Base dic-92=100.



Fuente: BBVA Banco Francés.

El buen desempeño económico de los últimos dos años permitió que Argentina compense parte del excesivo ajuste inicial del tipo de cambio real, ubicándolo en niveles por debajo de los máximos alcanzados en el 2002, aunque el mantenimiento de una política de flotación cambiaria con intervenciones del BCRA en el mercado, impidió que el tipo de cambio se aproxime a niveles más cercanos a la media histórica.

La apreciación que esperamos para este año se sustenta en la combinación de una serie de factores que creemos relevantes. En primer lugar, como mencionamos en los párrafos anteriores, Argentina comienza el 2005 con un tipo de cambio real muy depreciado con relación a las medias históricas. En segundo lugar, el crecimiento económico esperado para Argentina aún se mantiene en tasas elevadas, por cuanto esto redundará en una presión hacia la apreciación de la moneda doméstica.

Finalmente, el resultado exitoso del Canje, que implica una reducción de la deuda externa argentina y con ello un aumento de los activos externos netos, determinaría una importante caída del riesgo país. Esta no es una cuestión menor ya que una baja en la percepción de riesgo, podría inducir a una mayor entrada de capitales presionando a la baja del tipo de cambio. Esto implicaría revertir la situación experimentada en los últimos años en los que el elevado nivel de riesgo argentino necesariamente obligaba tener superávit de cuenta corriente para compensar la salida de capitales. Ello obligó a ajustar la balanza comercial para lo cual se requería un tipo de cambio real y nominal elevado.

Tipo de cambio real bilateral con Brasil: Pesos versus Reales.

La ortodoxia mostrada por la política económica llevada adelante por el gobierno de Lula permitió que, en poco más de dos años, la situación de Brasil mejorara notoriamente, reduciendo el riesgo país a niveles relativamente bajos. Esta situación presionó hacia la apreciación de su moneda, particularmente hacia finales del último año, hecho que combinado con la gradual reducción de la inflación, determinó una clara apreciación del tipo de cambio real de Brasil, calculada en poco menos del 15% a lo largo del 2004.

Esta apreciación de Brasil mucho más intensa que la de Argentina llevó a que nuestro país ganara bilateralmente 10,3% de competitividad. Sin embargo, esta ganancia de competitividad lograda en el 2004, se revertiría en el presente año ya que según nuestro escenario base la apreciación de Argentina sumada a la leve depreciación que exhibiría Brasil llevaría a una pérdida de competitividad del orden del 10,6%.

No obstante, en un escenario alternativo para el 2005 en el cual la moneda brasileña permaneciera en los actuales niveles (R\$ 2,60 por dólar) Argentina no perdería competitividad frente a Brasil.

Finalmente el ITCER mostraría una caída del orden del 8,6% en el 2005.

En esta ocasión hemos introducido algunas modificaciones a nuestro índice con el objeto de mejorar la medición de la competitividad argentina frente a los principales socios comerciales.

Los cambios que tuvieron lugar en la distribución de los flujos comerciales durante los últimos años nos obligaron a modificar los ponderadores de cada uno de los países que comercian con nuestro país y que forman parte de nuestro ITCER. En este sentido cabe mencionar la importancia relativa ganada por China como socio comercial para Argentina mientras que otros países del Sudeste Asiático perdieron posiciones a la hora de medir la participación de cada uno de ellos en el comercio con Argentina. Por otra parte, dejamos de considerar países europeos de la Unión Monetaria en forma aislada para considerarlos como un bloque dado que comparten el mismo tipo de cambio.

Así, mientras el tipo de cambio real de Argentina (comparando tipo de cambio nominal con inflación doméstica) se apreció un 4,4% en el 2004, como hemos visto, contra los principales socios comerciales reflejó una depreciación real del orden del 5,6%. En este resultado influyó no solo la apreciación del Real comentada anteriormente sino también la mayor cotización del Euro, siendo las monedas de referencia de dos de los mayores socios comerciales.

Nuestro ITCER advierte respecto de una pérdida de competitividad argentina frente a sus principales socios comerciales a lo largo del 2005 en torno al 8,6%, revirtiendo las mejoras logradas en el 2004.

Se espera que para el 2005, los principales socios comerciales de Argentina, con excepción de Brasil, muestren apreciaciones reales de sus monedas, aunque de menor magnitud que la prevista para el peso. Por su parte, Brasil –el socio con mayor ponderación en nuestro índice– depreciaría su moneda en términos reales, luego de la fuerte apreciación del 2004, de acuerdo a nuestro escenario base. La combinación de estos movimientos con la mencionada apreciación real de peso argentino determinará una caída del Tipo de cambio multilateral real.

Estimaciones preliminares para el año 2006, indicarían que Argentina mantendría su nivel de competitividad respecto del año 2005 dado que nuestro ITCER prácticamente no sufriría variaciones.

Otros indicadores de TCR muestran tendencias similares.

De acuerdo a los resultados del ITCRE (Índice de Tipo de Cambio Real Esperado) elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella, la apreciación del peso alcanzaría al 6,9% a lo largo de este año, según el promedio de las mediciones de febrero. El consenso de analistas según el Relevamiento de Expectativas de Mercado compilado por el BCRA también espera una moderada apreciación del peso en términos reales del orden del 5,7%.

El ITCRE mide las expectativas del mercado acerca de la tendencia futura del tipo de cambio real peso-dólar a través del rendimiento relativo de títulos públicos emitidos en pesos ajustables por CER y otros títulos públicos de similar duration denominados en dólares. Así sobre la base de la paridad descubierta de intereses, si el mercado está en equilibrio, el rendimiento total prometido de un bono en pesos-CER debe igualarse al rendimiento en pesos de un bono denominado en dólares. Entonces, el spread de rendimientos entre los 2 instrumentos para un mismo horizonte temporal equivaldría a la variación esperada del tipo de cambio real. En una visión de más largo plazo, este indicador sugiere que el mercado esperaría que continúe la apreciación del peso pero en forma muy moderada.

La relación entre precios mayoristas y minoristas también muestra un tipo de cambio excesivamente depreciado.

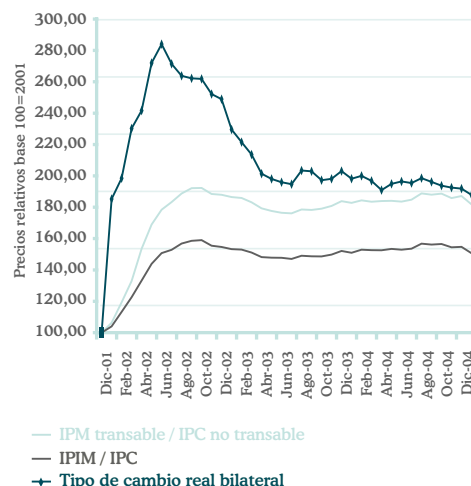
El tremendo cambio de precios relativos producido en la Argentina se manifiesta claramente en la relación entre precios mayoristas y minoristas ya que la canasta del IPC abarca una importante proporción de no transables, en particular servicios, cuyos precios quedaron significativamente rezagados respecto a los de los bienes transables tras la devaluación. De este modo, se puede considerar que el cociente IPM/IPC representa la relación de precios entre transables y no transables que refleja el tipo de cambio real.

Sin embargo, gran parte de los componentes del IPC son bienes transables por ser Argentina un importante exportador mundial de alimentos. Estos precios han sufrido un aumento muy superior al de los bienes no transables y al de los servicios tanto regulados como no regulados. A efectos de mejorar la medida de precios relativos, hemos eliminado del IPM los rubros no transables (muy escasos) y del IPC los componentes transables (44% de ponderación en la canasta). Como puede verse en el gráfico, el cociente IPM transable/IPC no transable, aproxima con mayor precisión el tipo de cambio real luego del ajuste de la sobre-depreciación del peso argentino. Desde mediados del 2002, el IPM transable/IPC no transable se ha mantenido alrededor de un 20% por encima del cociente IPM/IPC con escasas oscilaciones.

Nuestro indicador de precios relativos (IPM_t/IPC_{nt}) tuvo una leve corrección a la baja entre septiembre del 2002 y julio del 2003 reflejando la apreciación del peso durante este período. Posteriormente, aunque el tipo de cambio real continuó cayendo, los precios de los transables volvieron a crecer con relación a los no transables por impacto del aumento de los precios internacionales de los commodities.

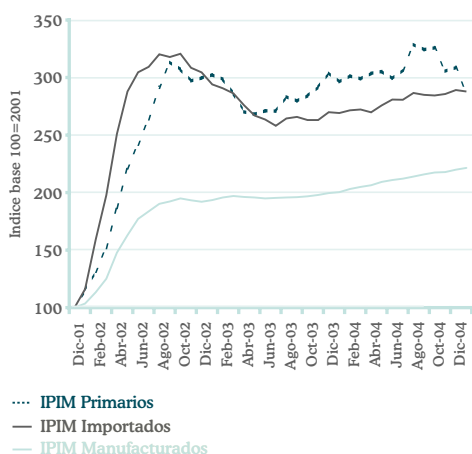
Este patrón de comportamiento también se registra en los grandes rubros del IPM. Los precios mayoristas de los bienes importados siguen

Tipo de cambio real y precios relativos.



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del INDEC y BCRA.

Evolución por componentes de los precios mayoristas.



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del INDEC.

Evolución de los Precios de Exportación por Componentes.

Rubros	2004	2005(e)	2006(e)	Ponderador
Productos Primarios	7.1%	-9.4%	n.d.	21.8%
MOA	8.7%	-7.2%	n.d.	33.8%
MOI	7.4%	3.0%	n.d.	26.1%
Combustibles	27.3%	-2.9%	n.d.	18.3%
Nivel General	9.3%	-4.2%	0.6%	100.0%

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC.

Evolución de los Precios de Importación por Componentes.

Rubros	2004	2005(e)	2006(e)	Ponderador
Bienes de Capital	0.7%	3.0%	n.d.	18.0%
Bienes Intermedios	14.5%	9.1%	n.d.	45.0%
Combustibles y Lubricantes	22.3%	-2.9%	n.d.	4.0%
Piezas y acc. p/ Bs de Capital	1.8%	3.0%	n.d.	16.0%
Bienes de Consumo	7.9%	5.0%	n.d.	17.0%
Nivel General	7.7%	5.4%	2.5%	100.0%

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC.

prácticamente a pleno la evolución del tipo de cambio, mientras que los precios mayoristas de productos primarios reflejan la variación de los precios de exportación deducidas las retenciones por el tipo de cambio. A diferencia, los precios de los bienes manufacturados, que si bien son sustitutos de importación, no constituyen el producto típico de exportación de Argentina, se ven más afectados por la demanda interna. En términos de valuación relativa, se mantienen a una importante distancia de los plenamente exportables e importados.

Por lo tanto, la caída del tipo de cambio real prevista, implicaría una mejora relativa de los precios de los no transables. En este contexto es probable que se observe en 2005, tal como sucedió en enero, un aumento del IPCnt superior al del IPMt por dos canales: aumento en los precios de los servicios públicos (regulados) y privados y recomposición de márgenes del comercio minorista.

Si bien, por motivos políticos es improbable que se finalice la renegociación de las tarifas de servicios públicos en 2005, podrían continuar produciéndose como en 2004, aumentos sucesivos en servicios semi-regulados como educación, salud y transporte. A su vez, continuaría la gradual suba de los precios de los servicios asociados al consumo de los niveles de mayores ingresos como esparcimiento y cuidados personales.

Tras la fuerte suba en el año 2004, los precios de exportación caerían este año.

Los mejores precios de exportación se lograron durante el segundo trimestre de 2004 cuando los granos y subproductos oleaginosos alcanzaron niveles sin precedentes. En la segunda parte del año, la oferta mundial de granos mostró un significativo crecimiento presionando a la baja los precios de estos commodities, en particular la soja, que había experimentado un aumento muy importante. No obstante, la fuerte suba del crudo y sus derivados -que tocó máximos históricos a lo largo del año 2004- pudo parcialmente compensar la caída de los commodities agrícolas en el conjunto de los precios de exportación. De hecho, en los precios de exportación se destaca el rubro Combustibles con un aumento superior al 27% respecto de 2003, mientras que en el resto de los bienes la suba promedió el 7,5% en igual período.

Para el año 2005 estimamos una baja de los precios de exportación. Prevemos que la mayor caída se de en los precios de los Productos Primarios y MOA arrastrados básicamente por el precio de los principales granos y sus derivados, ya que para el resto de los bienes comprendidos en estos rubros no vemos una variación significativa. De manera que este año prácticamente se neutralizaría el aumento verificado el año anterior en lo que respecta a Primarios y MOA.

El resultado final es que los precios de exportación caerían un 4,2% en el 2005 sin anular el crecimiento verificado en el 2004 (+9,3%).

Para el año 2006, estimaciones muy preliminares basadas en proyección de futuros promedios, nos estarían dando que los precios de exportación no mostrarían una variación significativa.

Los precios de importación seguirán por encima de la inflación internacional.

Los precios de importación también registraron una suba (7,7%) durante el año 2004 que estuvo liderada por el rubro Combustibles y lubricantes (+22,3%) y Bienes Intermedios (+14,7%).

Para el año 2005, nuestro escenario base contempla un crecimiento de los precios de importación del orden del 5%. La suba estaría prácticamente impulsada por un significativo crecimiento de los precios de bienes intermedios y, en menor medida, por los bienes de consumo en los cuales se incluye los bienes de la industria automotriz. Para el resto de los rubros no vemos una variación superior a la prevista por la inflación internacional.

Estimaciones preliminares para el año 2006 indicarían que los precios de importación subirían en una cifra cercana a la inflación internacional.

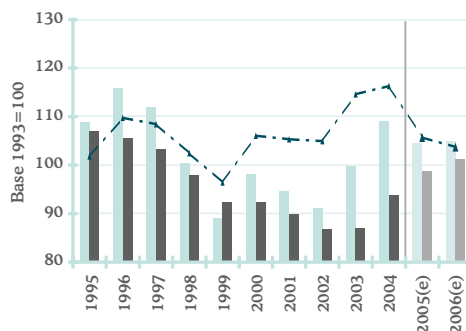
Los términos del intercambio se mantendrían elevados en el 2005.

Los pronósticos de precios del comercio exterior dan cuenta de una situación menos favorable para Argentina respecto de lo observado en el 2004. Nuestro escenario para el año 2005 queda conformado entonces por una caída de los precios de exportación que en promedio rondaría el 4,2%, mientras que la suba promedio de los precios de importación la estimamos en 5,4% para igual período. En consecuencia, los Términos de Intercambio previstos para este año caerían en una cifra cercana al 9% -en promedio- respecto de los observados durante el año 2004, una cifra superior a lo estimado en nuestro informe anterior.

Para el año próximo, en función de las proyecciones de precios de importación y de exportación, volveríamos a ver una nueva reducción de los términos del intercambio aunque esta vez en una cifra inferior al 2%.

No obstante las caídas previstas para este año y el próximo, aún veremos términos del intercambio en niveles relativamente elevados en comparación con los obtenidos en la década pasada.

Evolución del Índice de precios de comercio exterior.



■ Índice de Precios de Exportación
 + Índice de términos del intercambio
 ■ Índice de Precios de importación

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del INDEC.

Rentabilidad Agropecuaria en Argentina. (*).

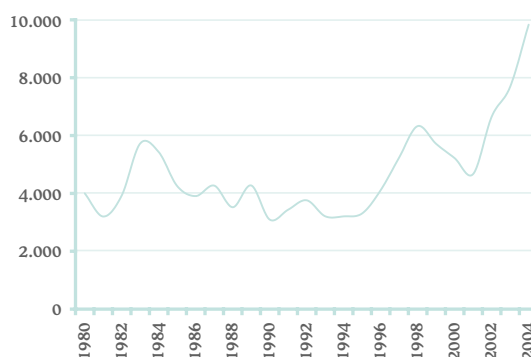
Evolución de los precios Agrícolas.1/
\$ constantes.



1/ Calculado como un promedio ponderado de los precios de trigo, maíz y soja en moneda constante.

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de AACREA.

Evolución del precio de la Tierra.1/
\$ constantes.



1/ Calculado como un promedio ponderado de las tierras con diferentes destinos agropecuarios.

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de AACREA.

Nuestro análisis intenta determinar las perspectivas del negocio agropecuario en Argentina teniendo en cuenta los grandes componentes que determinan la rentabilidad del sector.

Evolución de los precios agrícolas.

A lo largo del período 1980-2004 los precios agrícolas que surgen de un promedio ponderado de los principales granos (trigo, maíz y soja) presentan un comportamiento cíclico pero con tendencia de largo plazo decreciente. La primera reflexión que surge aquí es que en los últimos 25 años el precio de los commodities agrícolas ha tendido a caer, posiblemente por una combinación de exceso de oferta y protección por parte de los países desarrollados.

En el futuro, sólo podrían alentarse cambios de mayor demanda por el efecto del crecimiento de China, a la vez que luce poco probable que se desmantele la actual protección por parte, principalmente, de la Comunidad Económica Europea. Aún más, nuestras proyecciones para este año alertan sobre una etapa menos favorable para los ingresos del sector agrícola donde podrían caer entre un 10,5% y 18,1%, según las hipótesis. En cambio los precios ganaderos seguirían creciendo este año, de modo que estamos ingresando en una etapa a favor de la rentabilidad ganadera.

Evolución del precio de la tierra destinada a la producción agropecuaria.

El precio de la tierra en Argentina en el período 1980-2001 osciló alrededor del promedio histórico y durante gran parte de la convertibilidad, a pesar de la apreciación del peso, el precio creció debido al fuerte salto en la productividad que incrementó los ingresos. A partir de la salida de la Convertibilidad se produjo un aumento continuo en el precio de la tierra y en 2004 su valor, más que duplicó el promedio histórico, lo cual se debe a la suba de los precios agrícolas y a la fuerte suba del tipo de cambio producida a partir del año 2002.

Comparando los precios en dólares para el período 1990-2004 de la tierra maicera en EE.UU. y Argentina, se observa que en general el precio en Argentina está por debajo del correspondiente en EE.UU., aunque recientemente se aproxima a los valores de Iowa. También en los años 2002-2004 en ambos países se produce el mayor aumento en el precio de la tierra, aunque adquiere mayor intensidad en Argentina ya que en el 2004 el precio relativo Argentina/EE.UU. supera en 18% a la media histórica.

Es previsible que el precio de la tierra en Argentina tenga una corrección bajista, luego del alto nivel alcanzado en el 2004, ya que los precios agrícolas están cayendo (no se sostendrían los altos niveles del 2003 que pudieron alentar un exceso de optimismo) y también se espera una reducción en el tipo de cambio real. De todos modos, a largo plazo podría continuar la tendencia al alza porque se trata de un bien escaso a lo que se suma el efecto de China como un importante demandante de granos.

Una primera aproximación del cálculo de la Rentabilidad Agropecuaria basada en los precios.

La rentabilidad del sector agropecuario se puede aproximar mediante la siguiente expresión:

$$RA = \frac{P Q - (R_i Q_i + WL)}{PT} \quad (1)$$

Donde: **RA**= Rentabilidad agropecuaria **Qi**= Cantidad de insumos
P= Precio promedio agropecuario **W**= Salario nominal
Q= Producción promedio agropecuaria **L**= Empleo agrícola
Pi= Precio promedio de insumo **PT**= Precio de la tierra

Sin embargo, para la actividad agropecuaria tradicional (cereales, oleaginosas y ganadería) podemos ignorar el costo laboral, por tratarse de actividades poco intensivas en mano de obra. Además, podemos suponer que los insumos son una proporción de la producción agropecuaria ($Q_i = aQ$). De este modo, la rentabilidad agropecuaria (RA) se simplifica en la ecuación (2):

$$RA = \frac{Q - (P - P_i)}{PT} \quad (2)$$

Conforme a la fórmula (2), los precios son las variables relevantes en el ciclo de rentabilidad agropecuaria, porque su variabilidad es mayor que la de las producciones. En este último caso, existen perturbaciones climáticas de corto plazo que excluimos, por su carácter no previsible, mientras que a largo plazo las cantidades (Q) son relevantes en la rentabilidad debido a los aumentos de productividad por innovación tecnológica.

Así nuestro análisis se basa primero en determinar el comportamiento de los precios agrícolas frente al precio de la tierra (Rentabilidad-Precio), siguiendo con la introducción de ajustes por productividad que afectan directamente a las Q de la fórmula (2). Finalmente se mencionan algunos comentarios respecto de la evolución de los costos de los principales insumos utilizados en la producción agropecuaria. Sin embargo, cabe aclarar que los componentes analizados no necesariamente reflejan todas las variables que definen la rentabilidad del negocio agropecuario, lo cual sugiere de alguna manera ciertas limitaciones sobre las conclusiones finales.

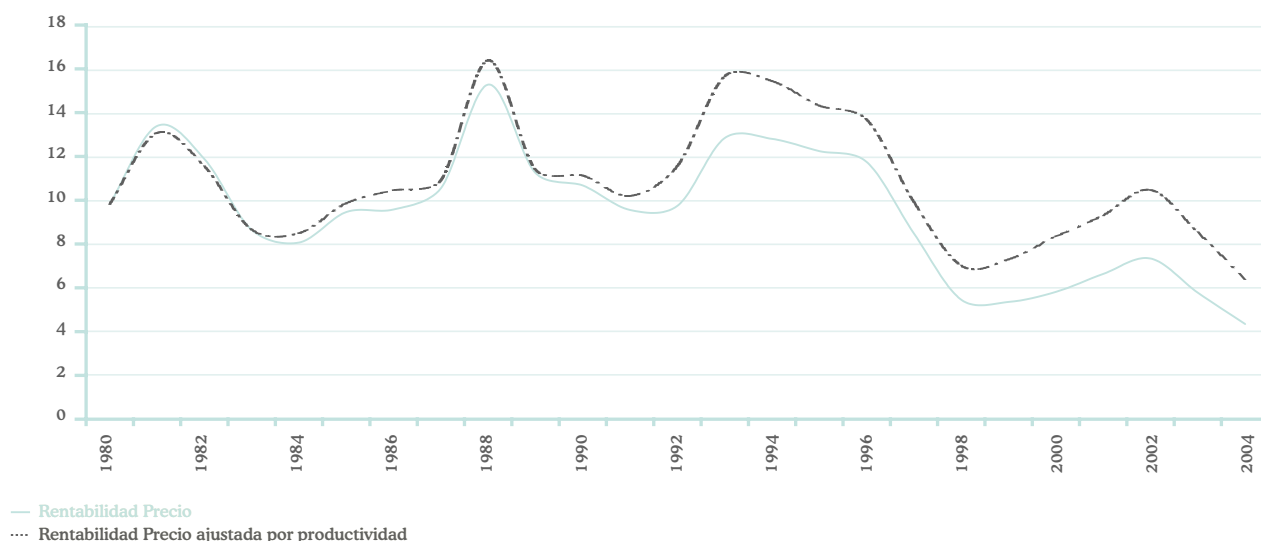
La primera aproximación de rentabilidad agropecuaria, que compara el precio de los granos con el de la tierra (RP), tiene un carácter decreciente, en función de la evolución de sus principales determinantes, alcanzando en el año 2004 el valor más bajo de la serie desde el año 1980.

Al introducir una medida de productividad, reflejada en producción de granos por hectárea, y ajustar la rentabilidad precio por esta medida (RPA) la curva de rentabilidad se eleva, como era de esperarse, pero aún sigue manteniendo una tendencia decreciente. Es importante destacar que el gran salto de productividad se produce a partir del año 1991 con el plan de Convertibilidad que indujo un fuerte cambio tecnológico a favor del sector agropecuario. Esto puede advertirse en el último gráfico donde a partir del año 1991 es más evidente la separación de ambas medidas de rentabilidad.

Al considerar la evolución del precio de los insumos sobresale la fuerte caída del precio del glifosato de amplio uso en el cultivo de Soja que podría ayudar a explicar la mayor rentabilidad de este producto. No obstante, otros insumos de amplio uso en el sector como el gasoil y la urea muestran —a precios constantes— una tendencia creciente luego de la devaluación del peso argentino en enero del año 2002.

(*) Este artículo es una síntesis del trabajo publicado en "Series de Estudios Especiales N° 10: "Rentabilidad Agropecuaria" en Enero de 2005

Rentabilidad Precio Vs. Rentabilidad Precio ajustada por Productividad.



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de AACREA y FAO.

4- Entorno Financiero

La creación nominal de dinero se aceleró a fines del 2004.

El mes de diciembre de 2004 fue fuertemente expansivo. El Banco Central tuvo una intervención récord en el mercado cambiario que prácticamente no fue esterilizada. Los agregados monetarios más básicos (circulante del público, base monetaria y M2 del sector privado) comenzaron a mostrar tasas de aceleración importantes generando preocupación sobre un posible desequilibrio monetario que pudiese repercutir sobre el nivel de precios. Al respecto, iniciamos un análisis de este tema cuyo resultado preliminar es que esta hipótesis podría ser correcta (ver recuadro especial).

De esta forma, en enero el Banco Central comenzó a aplicar una política monetaria tendiente a ajustarse a las bandas del programa monetario para el primer trimestre del año. En primer lugar, subió la tasa de pasivos y redujo las exigencias de efectivo mínimo, con lo que las entidades financieras comenzaron a aumentar sus tenencias de dichos pasivos (\$ 3.200 millones en enero).

Si bien esto permitió ponerse en línea con el programa, surge el interrogante si el agregado relevante para medir la expansión monetaria es la base monetaria incluyendo los pasivos pasivos o por el contrario excluyéndolos, tal como está definido en el programa. Dado que es un pasivo líquido y a muy corto plazo, lo consideramos en la misma categoría que la cuenta corriente en el Banco Central.

Por lo tanto, y a pesar de la medida, la base monetaria expandida con los pasivos pasivos se habría mantenido en enero en niveles nominales similares a los de fin de diciembre, como muestra el cuadro anterior en el que las tasas de variación siguen siendo relativamente altas.

Las otras medidas tomadas por el Banco Central en enero tales como la mayor colocación de Lebac, la menor compra de dólares en el mercado sostenida por la intervención del sector público a través del Banco Nación y la creación de un esquema de cancelación anticipada de descuentos, apuntan a una estrategia monetaria de sesgo más restrictivo.

Dado que esto denota cierta preocupación por parte de la autoridad monetaria, esperamos que la creación de dinero primario se mantenga este año, dentro de márgenes que no incentiven expectativas de mayor inflación. De todas formas, podría haber presión por mayor creación de dinero vía la compra de dólares por parte del BCRA, si se genera un escenario muy optimista a posteriori del cierre de la oferta de renegociación de deuda que estimule la entrada de capitales.

En este escenario podría haber un conflicto de objetivos ya que al Banco Central cada vez le resultaría más complicado mantener simultáneamente baja inflación, tipo de cambio nominal alto y bajas tasas de interés.

Evolución de agregados monetarios.

Var. en promedios mensuales	Variación mensual			Variación últimos 6 meses anualizados			Variación interanual		
	Billetes, monedas y cuasimonedas	BMA + Pasivos	M2 sector privado	Billetes, monedas y cuasimonedas	BMA + Pasivos	M2 sector privado	Billetes, monedas y cuasimonedas	BMA + Pasivos	M2 sector privado
Jun-04	2.0%	3.0%	1.9%	9.8%	10.6%	26.3%	9.6%	15.3%	36.9%
Jul-04	4.7%	3.3%	2.9%	22.2%	13.7%	28.2%	10.8%	16.5%	32.2%
Aug-04	0.4%	0.7%	0.5%	22.6%	15.7%	22.6%	11.6%	17.7%	27.2%
Sep-04	-0.3%	1.2%	0.4%	20.2%	31.1%	19.6%	12.4%	19.7%	25.3%
Oct-04	-0.1%	2.0%	0.3%	20.1%	27.1%	13.7%	15.1%	18.9%	26.7%
Nov-04	1.4%	1.5%	1.0%	17.1%	26.2%	15.1%	18.1%	18.3%	25.4%
Dic-04	9.3%	6.2%	7.2%	34.5%	33.9%	27.3%	21.5%	21.7%	26.8%
Ene-05	2.5%	2.6%	2.3%	28.8%	32.1%	25.7%	25.5%	22.5%	26.9%
Feb-05	-1.2%	-1.9%	0.1%	24.8%	25.4%	24.8%	23.7%	20.4%	23.7%

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

Factores de variación de la Base Monetaria Amplia.

mill. de \$	Intervención cambiaria	Crédito interno neto					Variación total BMA 1/
		Total Crédito interno neto	Sector público	Sector financiero 1/	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
4to trim.	8,223	-1,949	-720	-562	-694	27	6,275
Dic-04	932	-849	70	-175	-651	-94	83
24-Feb	1,081	-2,198	-281	-1,090	-731	-96	-1,116
Acum. 2005	2,014	-3,047	-211	-1,264	-1,381	-190	-1,033

1/ Incluye pasivos pasivos.

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

Durante el 2005 mejoraría el desempeño de los depósitos del sector privado.

Entre diciembre y enero últimos se afianzó el crecimiento de los depósitos del sector privado principalmente por dos factores: la política fiscal de diferimiento de impuestos y aumento de gastos de fin de año, y la mayor creación de dinero primario del período. Como contrapartida, se desacelera el extraordinario crecimiento de los depósitos del sector público registrado en 2004.

Nuestra expectativa es que habría un escenario más favorable para el crecimiento de los depósitos privados debido al menor excedente financiero del gobierno a lo largo de este año, ya que deberá realizar transferencias al sector privado en concepto de obligaciones de deuda, hecho que ocurrirá en ausencia de refinanciación de las mismas.

Los depósitos privados en pesos podrían crecer hasta un 12% frente a menos del 10% (en punta) experimentado el año anterior y teniendo en cuenta que hasta noviembre estos depósitos habían crecido sólo un 6,5%.

El crédito al sector privado volverá a mostrar un marcado crecimiento en el año 2005.

Tras mostrar una excelente recuperación a lo largo del año 2004, (+25%), el crédito al sector privado (total pesos más dólares) volverá a crecer este año a una tasa que rondaría el 21%, según lo que surge de nuestro escenario base, que equivale a unos \$8.200 millones.

Nuestro escenario base para la evolución de los préstamos al sector privado se sustenta en nuestra proyección de aumento de depósitos totales en pesos (sector privado + sector público) para este año que rondaría el 15%, así como en la relación que existe entre ambas variables.

Como podemos ver en el cuadro, la relación Préstamos al Sector privado/Depósitos totales ha sufrido un brusco descenso tras la salida de la Convertibilidad¹, afectando tanto a bancos públicos como privados. Sin embargo, se advierte que sólo los bancos privados han conseguido frenar esta caída durante el año 2004, consiguiendo que el ratio suba un modesto 1% con respecto al año 2003.

De acuerdo a la información del Banco Central, a diciembre de 2004, los bancos oficiales prestaban un 21,6% del total de sus depósitos mientras que para los bancos privados el ratio préstamos al sector privado/depósitos totales alcanzaba al 43,2%.

Prácticamente la mitad de los depósitos en los bancos públicos se corresponden con los ahorros fiscales (depósitos oficiales) que por lo general son de corto plazo y generan escasa capacidad prestable a mediano plazo.

1 La mayor caída fue provocada por la pesificación asimétrica que tuvo lugar a comienzos del año 2002. Las caídas posteriores, no obstante, están más relacionadas con la desintermediación financiera que produjo la desconfianza en el sistema bancario, la cual se fue diluyendo gradualmente en los últimos dos años.

Depósitos en pesos (en mill. \$).

Saldos a fin de:	Priv. Residentes		Sector Público		Total Depósitos	
	Nivel	V a/a	Nivel	V a/a	Nivel	V a/a
Dic-03	68,027	8.3%	15,300	94.2%	84,198	18.2%
Mar-04	69,928	11.5%	18,245	116.5%	88,710	24.1%
Jun-04	69,927	7.2%	25,456	115.4%	95,936	23.5%
Sep-04	70,712	6.2%	28,327	124.4%	99,564	24.8%
Dic-04	74,667	9.8%	27,369	78.9%	103,013	22.3%
Ene-05	76,368	10.9%	28,727	51.8%	106,130	19.9%
Feb-05	77,030	12.3%	27,842	39.9%	105,807	18.7%

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

Préstamos al Sector Privado (\$+US\$).

Año	Promedio Diciembre	Var. %
2000	62,379	-5.0%
2001	50,511	-19.0%
2002	35,447	-29.8%
2003	30,982	-12.6%
2004	38,714	25.0%
2005 (e)	46,863	21.1%

Cifras en millones de pesos.

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del BCRA.

Préstamos al Sector Privado / Depósitos totales para cada grupo de bancos.

Período	Bancos Públicos	Bancos Privados	Total
Dic-01	60.6%	82.0%	74.8%
Dic-02	32.7%	57.7%	46.7%
Dic-03	21.9%	42.2%	32.5%
Dic-04	21.6%	43.2%	32.9%

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del BCRA.

Tasas de Interés de depósitos en pesos.

Promedios del mes	Plazos Fijos 30-44 días		Pzo Fijo > 1 mill. bcos privados	Pzo Fijo +60 días
	minoristas	mayoristas		
Dic-03	4.39	2.93	2.75	4.45
Mar-04	3.03	1.62	1.51	2.64
Jun-04	2.80	2.35	2.98	2.87
Sep-04	2.99	3.14	4.45	3.47
Dic-04	2.96	3.08	4.01	3.80
Ene-05	2.90	2.81	3.21	3.47
Feb-05	2.82	2.65	2.93	3.42

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

Principales Tasas del Banco Central.

Promedios del mes	Pases Pasivos	Lebac 1 año
Dic-03	-	8.50
Mar-04	-	7.15
Jun-04	2.50	6.20
Sep-04	2.50	6.79
Dic-04	2.50	5.90
Ene-05	2.75	6.15
Feb-05	2.75	5.85

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos del BCRA.

Por el contrario, en los bancos privados son prácticamente mínimos los depósitos oficiales, de manera que sus captaciones provienen casi por completo del sector privado que de a poco fueron ganando en extensión de plazos a medida que se recuperaba la confianza.

En lo que se refiere a préstamos por segmento, creemos que en esta oportunidad están dadas las condiciones para un mayor dinamismo en los préstamos al consumo. De hecho en los últimos meses hubo una aceleración del financiamiento a las familias, gracias a una gradual mejora en los niveles de empleo y a las favorables perspectivas de consumo que estimamos se mantendrán a lo largo del año 2005.

Por otra parte, la continuidad de un contexto caracterizado por la expansión económica y el aumento de la demanda redundará en mejores perspectivas para un gran número de firmas las que para poder seguir creciendo deberán hacer uso de las líneas comerciales ofrecidas por las entidades bancarias.

Tasa de interés.

En el corto plazo, aunque el Banco Central subió tasas en el margen como la de pases pasivos, las tasas para depósitos han continuado su trayectoria levemente decreciente por la situación de liquidez en la que continúa el sistema financiero.

La expectativa de apreciación del tipo de cambio nominal ha contribuido a mantener las tasas de interés negativas en términos reales (ver artículo sobre los determinantes de las tasas reales de interés en Argentina), pero estimamos que a lo largo del año ajustarán al alza por presión de la suba de la tasa de interés internacional.

Una primera aproximación a la medición del desequilibrio monetario en Argentina.

Fundamentos teóricos.

Dentro de la gran división que existe en la Economía Clásica, el análisis monetarista supone como posible causa de inflación a la existencia de desequilibrio monetario; es decir, así como un exceso de demanda de bienes puede llevar a una presión inflacionaria, un exceso de oferta dinero² puede desaparecer por medio de una mayor inflación (cabe aclarar que el desequilibrio puede disminuirse también a través de una política monetaria más contractiva, sin embargo se hará hincapié en este aspecto más adelante).

Para determinar si existe un desequilibrio monetario (oferta de dinero mayor que la demanda de dinero) que pueda provocar inflación, se debe contar ex - ante con una medición apropiada de ésta última variable.

En la actualidad, se distinguen dos alternativas de medición. La primera propone una función de demanda de dinero dependiendo de una serie de variables las cuales tradicionalmente buscan reflejar dos aspectos: alguna medida de costo de oportunidad (tasa de interés, tasa de inflación, tasa de depreciación) y alguna medida transaccional o de escala (PBI o PBI + importaciones (oferta global)). Cabe aclarar que la mayoría de los autores dedicados al tema están buscando microfundar estos modelos, es decir, derivar la ecuación de demanda sobre la base de una serie de supuestos, más que proponer variables que se piensa ajustan mejor al modelo.

La segunda alternativa se basa en modelos de series de tiempo, donde la demanda al ser inestable, se modela como la tendencia de largo plazo. Esta metodología, que puede llevarse a cabo mediante diversas técnicas, parte de la premisa que una serie temporal puede descomponerse en 4 factores, el componente de tendencia, el estacional, el cíclico y el componente irregular. En el presente caso, es de nuestro interés el componente tendencial, el cual busca reflejar la evolución de largo plazo de una serie, aislándola de variaciones estacionales (producidas siempre en un mismo mes o trimestre y por lo tanto sólo se dan en series con frecuencia mayor a la anual) y de variaciones cíclicas o de corto plazo.

Para el caso de Argentina, existe consenso acerca de la inestabilidad de la demanda de dinero de largo plazo (Ahumada 2002, Gay 2003³), pero aún no se ha logrado una buena definición de las variables a incluir en un modelo de demanda. Debido a ello y al reconocimiento del dominio de modelos microfundados en países desarrollados y no en países emergentes⁴ se propone, como una primera aproximación, captar el posible desequilibrio monetario utilizando como medida de demanda de dinero de largo plazo la tendencia de la misma.

Aspectos metodológicos.

La elección del período muestral (1° trimestre de 1993 - 4° trimestre de 2004, con proyecciones para el año 2005) tuvo por objeto trabajar con períodos estables de baja inflación. La definición de dinero que se utiliza (M2) responde principalmente al deseo de seguir estudios realizados anteriormente a fin de hacer comparaciones y de medir dinero transaccional. Por otro lado, se optó por M2 del sector privado exclusivamente, a fin de aislar el efecto del excedente fiscal del gobierno acumulado en cuentas oficiales en los últimos dos años, el que produjo un crecimiento excesivamente fuerte en el agregado total. Como indicación final, se incluye una estimación del stock de cuasimonedas del período al considerarlas parte del circulante en poder del público.

En el gráfico pueden observarse las dos medidas de tendencia propuestas: La tendencia lineal con quiebre y el filtro de Hodrick-Prescott (HP de aquí en adelante). Ambas técnicas buscan penalizar las discrepancias entre la serie original y su tendencia, sin embargo en el caso de HP se incluye además un segundo término que penaliza por la volatilidad de la tendencia.

Además, puede notarse claramente como la cantidad real de dinero (medida a través del agregado monetario M2) presenta una tasa de crecimiento positiva en los períodos expansivos del ciclo y negativa en los períodos recesivos sombreados en el gráfico. Es importante no confundir el fuerte incremento del agregado producido a principios del año 2002 debido a la pesificación compulsiva de los depósitos en dólares a un tipo de cambio de 1,4 pesos por dólar. Esto produjo un aumento instantáneo no deseado en la cantidad real de dinero que, sumado a la incertidumbre que predominaba en el período, inició un ajuste brusco inmediatamente después.

De esta forma, sobre la base del modelo propuesto, la tendencia (en cualquiera de las dos versiones determinadas) está indicando el sendero a seguir por la demanda real de dinero, mientras que la oferta de dinero está dada por la evolución real del agregado M2, el cual ante cualquier desequilibrio debería ajustarse en algún momento hacia la tendencia de largo plazo.

Proyecciones y conclusiones.

El modelo anteriormente presentado arroja una tasa de crecimiento de la demanda real post-crisis de entre 6,1% y 11,3% anual promedio (tendencia HP y lineal con quiebre respectivamente). Estas tasas son menores que las observadas para la oferta real en

² El exceso de oferta de dinero, se mide a través de la diferencia entre el dinero existente en la economía y el dinero deseado, medido este último por medio de la demanda de Largo Plazo.

³ Ahumada, H; Garegnani, Lorena, "Understanding Money Demand of Argentina: 1935-2000", 7° Jornadas de Economía Monetaria e Internacional, La Plata, 2002. Gay, Alejandro; "Money Demand and Monetary Disequilibrium: 1963-2003", XXXIX Reunión Anual, Asociación Argentina de Economía Política, Noviembre 2004.

⁴ Gay sugiere introducir variables del sector externo a fin de captar la inestabilidad macroeconómica característica de los países emergentes (los agentes sustituyen activos externos por dinero doméstico a fin de evitar shocks externos y/o domésticos).

2004 de modo que, como se observa en el gráfico 1, se habría producido un desequilibrio monetario a fines del año anterior. Cabe aclarar que estas proyecciones son compatibles con las realizadas en trabajos anteriores y con la resultante de la elasticidad arco obtenida en la fase expansiva del ciclo, las cuales dan un piso y un techo de crecimiento real de dinero de 5,4% y 12% anual respectivamente.

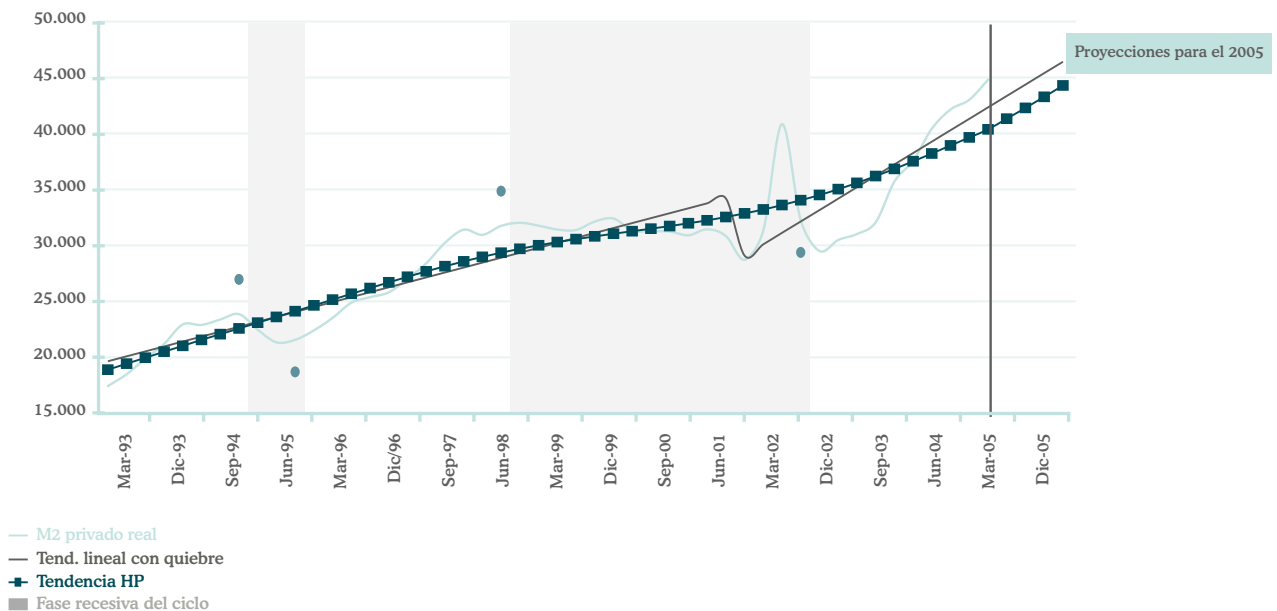
Sin embargo, no se puede descartar que el aumento en la demanda de dinero haya sido legítimamente más fuerte en el período que lo señalado en ambas tendencias debido al “rebote” producido después de la crisis del 2001/2002, tal como ocurrió a principios de la convertibilidad. Dada esta situación, la brecha podría ser menor que lo indicado anteriormente.

Bajo la hipótesis de existencia de desequilibrio monetario, los agentes económicos tendrían un excedente promedio según estos cálculos, entre \$ 3.700 (tendencia lineal con quiebre) y \$ 6.700 (HP) millones de M2 a valores nominales en el último trimestre del 2004, lo que representa un 5% y 10% del agregado total respectivamente⁵.

Este desequilibrio monetario podría desaparecer o bien a través de mayor inflación (este es el supuesto de los monetaristas) o bien con una política monetaria genuinamente contractiva. Por lo pronto, en enero el ajuste comenzó a manifestarse principalmente vía precios ya que el índice minorista aumentó 1,5 % en el mes mientras que la cantidad nominal de dinero medida por M2 todavía no había comenzado a caer en promedio en dicho período.

⁵ Para calcular la demanda nominal tendencial proyectada del 2005 se ajustó la demanda real por la inflación estimada del período del 9,5 %.

M2 privado real.



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos BCRA y Universidad Nacional de Tucumán.

Determinantes de las tasas de interés en Argentina.

Objetivo.

Desde mediados del 2003, las tasas de interés por depósitos a plazo fijo a 30 días (el plazo más frecuente de captación) son negativas en términos reales ya que la tasa nominal de interés no compensa la inflación. La experiencia en países desarrollados también muestra períodos prolongados con tasas reales de interés negativas, como el más reciente en USA y Europa desde fines del 2002 hasta el presente, debido principalmente a los bajos tipos de interés por intervención de los bancos centrales.

Consideramos entonces de gran importancia tratar de clarificar los factores que pueden llevar transitoriamente a una tasa real de interés negativa y poder determinar en Argentina el nivel de tasa real de interés positiva de equilibrio de largo plazo.

El modelo.

Empleamos un modelo sencillo, pero realista para Argentina, de economía pequeña y abierta donde existe en la cartera de los residentes sustitución de monedas, ya sea mediante el atesoramiento de billetes de dólares y/o depósitos en el exterior también nominados en dólares. En este caso, la tasa doméstica nominal de interés (i_n) viene determinada por dos componentes fundamentales: la variación esperada en el tipo de cambio E^{\wedge} (definido como la cantidad de pesos por unidad de dólar) y la tasa de interés internacional (i_n^*). Es decir:

$$i_n = E^{\wedge} + i_n^* \quad (1)$$

La condición (1) no considera los costos del mercado de cambios por compra venta de divisas y podemos interpretarla como la ley de un solo precio para el mercado de dinero (Krugman y Obstfeld, 1999). La depreciación esperada en la moneda doméstica (suba del tipo de cambio) produce un aumento en la tasa de interés doméstica, pero la inversa también es válida de modo que si existen expectativas de apreciación del peso, la tasa de interés doméstica tiene que ser más baja. Por otro lado, subas (bajas) en las tasas de interés internacional producen subas (bajas) de la tasa de interés doméstica.

En (1) las tasas de interés doméstica e internacional, son nominales, pero podemos expresarla en términos reales para finalmente determinar la tasa real de interés de equilibrio de largo plazo. Si restamos en ambos lados de (1) la inflación doméstica (p^{\wedge}) y en el lado derecho sumamos y restamos la inflación internacional esperada ($p^{*\wedge}$) se tendrá:

$$i_r = i_n - p^{\wedge} = (E^{\wedge} - (p^{\wedge} - p^{*\wedge})) + (i_n^* - p^{*\wedge}) \quad (2)$$

En esta especificación, la tasa de interés real de Argentina dependerá del tipo de cambio real (el tipo de cambio nominal menos la diferencial entre la inflación doméstica y la internacional) y de la tasa de interés real internacional.

Aspectos empíricos del modelo a estimar.

Para verificar (2) usamos la siguiente relación funcional:

$$i_r = i_n - p^{\wedge} = a \text{ITCER} + b i_r^* + c \quad (3)$$

(-) (+) (+)

En (3) a la variación esperada en el tipo de cambio real la aproximamos por el nivel del ITCER (índice de tipo de cambio real multilateral) esperando que altos (bajos) niveles del ITCER lleven a menores (mayores) tasas esperadas de depreciación del peso. También se espera que mayores tasas reales de interés internacionales eleven la tasa real de interés doméstica. Se espera signo positivo para la ordenada al origen porque esencialmente está reflejando, en equilibrio de largo plazo, el spread de riesgo argentino por encima de la tasa de interés internacional.

Nuestra estimación se basa en un modelo de corrección de errores, usando datos mensuales para el período muestral 1993-2004 que incluye períodos de políticas económicas muy diferentes, pasando por la Convertibilidad con incertidumbre en aumento hasta su caída a fines del 2001, y luego abrupto cambio de política en los primeros meses del 2002 con pesificación

Ernesto Gaba, Economista Jefe
egaba@bancofrances.com.ar

Rodrigo Falbo, Economista
rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar

asimétrica, congelamiento de depósitos y amparos judiciales. Todos estos cambios tuvieron efectos sobre la tasa de interés que esencialmente refleja el premio según sea el nivel de incertidumbre.

En un modelo de corrección de errores la variable que se intenta modelar se incorpora en (habitualmente su primera) diferencia, mientras que las variables explicativas son representadas por los rezagos de la diferencia de la propia variable explicada y los rezagos de las diferencias del resto de las variables. Adicionalmente, se incorporan como variables explicativas los niveles de la variable a ser explicada y del resto, todas ellas rezagadas un período. Esta última porción del modelo da cuenta del equilibrio de largo plazo. Así el modelo trabaja de forma tal de corregir las diferencias (errores) respecto a la relación de largo plazo, siendo esta evolución la que nos permite captar la dinámica.

La relación de largo plazo se genera a partir de que las series están cointegradas. Para el caso bajo análisis, el test de cointegración propuesto por Johansen encuentra que existe una relación de cointegración entre las variables analizadas.

Resultados.

Cuando testeamos el modelo (3), las variables tasa real de interés de la FED y tipo de cambio real no resultan significativas, posiblemente por un problema de endogeneidad donde la tasa de interés internacional afecta al tipo de cambio de equilibrio. Por el momento, no intentamos resolver este problema mediante variables instrumentales, sino que ajustamos dos modelos sencillos usando separadamente estas variables que resultan significativas y con el signo esperado.

Modelo de Tasa de Interés con ITCER.

Dtasa_real	=	constante	+	tasa_real(-1)	+	itcer(-1)	+
		4.4207		-0.35693		-0.02045	
		1.2652		0.073433		0.0090117	
		Dtasa_real(-1)	+	Dtasa_real(-2)	+	Dtasa_real(-5)	+
		0.29953		-0.12839		-0.30998	
		0.074915		0.081606		0.078609	
		Ditcer	+	Ditcer(-3)	+	Ditcer(-4)	+
		-0.18372		-0.2333		0.13101	
		0.043094		0.045467		0.045467	
		Ditcer(-8)	+	Ditcer(-9)	+	dummy0201	+
		-0.093091		0.17737		6.6416	
		0.039816		0.042027		1.8558	
R ² = 0,533997 Durbin Watson = 2,11							
Sumatoria Residuos al cuadrado= 1514,75							

Nota: el primer valor representa los coeficientes y el segundo los errores estándares.

Modelo de Tasa de Interés con tasa FED.

Dtasa_real	=	constante	+	tasa_real(-1)	+	fed(-1)	+
		2.4735		-0.4771		0.47591	
		0.55092		0.060951		0.18201	
		Dtasa_real(-1)	+	Dtasa_real(-5)	+	Dtasa_real(-6)	+
		0.112		-0.15165		-0.13115	
		0.075629		0.071032		0.06974	
		Dtasa_real(-7)	+	Dtasa_real(-10)	+	Dfed	+
		-0.13123		-0.18542		-2.3625	
		0.067246		0.064624		1.0412	
		Dfed(-8)	+	dummy0201	+	dummy0102	+
		2.6039		8.5003		-8.5648	
		1.1911		1.9746		1.9801	
R ² = 0,488346 Durbin Watson = 1,85							
Sumatoria Residuos al cuadrado= 1663,15							

Nota: el primer valor representa los coeficientes y el segundo los errores estándares.

Modelo con ITCER.

Se observa en la salida que se muestra a continuación que los coeficientes, tanto de la relación de corto y de largo plazo son estadísticamente significativos. Además, el signo del ITCER es el esperado, ya que su nivel tiene un impacto negativo sobre la tasa real de interés. En este modelo, se introdujo una dummy0201 (período II semestre 2001) para reflejar el riesgo de devaluación presente en el último año de la Convertibilidad, riesgo que no podía ser captado en ese momento por el tipo de cambio nominal porque el mismo mantenía una paridad fija de 1 x 1 con el dólar. 1/

Un punto interesante es que luego de la ruptura de la Convertibilidad, en el 1° semestre del 2002 también se produjo junto con el default de la deuda soberana, una restricción sobre los fondos bancarios (el "corralón") que aumentó el riesgo de depositar en los bancos y produjo subas en la tasa de interés; a pesar de ello, el modelo no requiere otra dummy para captar el riesgo bancario porque el tipo de cambio ahora fluctuante se encarga de reflejar este riesgo, lo cual es captado en nuestro modelo mediante el ITCER. Como veremos más adelante, no sucede lo mismo cuando nuestro modelo considera como variable independiente la tasa de intervención de la FED.

Modelo con la tasa de la FED.

También en este modelo, los coeficientes que captan el efecto de las variables de corto y largo plazo son estadísticamente significativos. Además, el coeficiente del nivel de la tasa de la FED tiene el signo positivo esperado. Pero hay dos cuestiones que debilitan este modelo, con relación al anterior basado en el ITCER. Por un lado, necesita incorporar otra dummy adicional, para captar el riesgo bancario del 1° semestre del 2002 producido por el corralón. Por otro lado, en la parte de ajuste de corto plazo, puede observarse que el coeficiente de regresión de la diferencial FED del período corriente es negativo y con un valor absoluto levemente inferior al valor positivo del coeficiente de regresión desfasado 8 meses. Esto hace que la proyección de la tasa de interés doméstica sea poco sensible a los cambios en los valores proyectados para la tasa FED.

Proyecciones.

Utilizamos ambos modelos para estimar la tasa real de interés doméstica de fines del 2005 y la de equilibrio de largo plazo, fechando este momento.

En el modelo ITCER se supuso que el tipo de cambio real caería 7,2% en el 2005, tendiendo a su valor de equilibrio, lo cual lleva a una tasa real de

interés de equilibrio de largo plazo positiva de aproximadamente 2,5% anual, valor que se alcanzaría en marzo del 2006. En cambio, la tasa real de interés de equilibrio de largo plazo sería mucho más alta, algo más de 6,5% conforme al modelo de la FED donde se supone que su tasa de intervención real de largo plazo se eleva a 1,4% anual.

De estos resultados tan divergentes, nos parece más plausible la proyección con el modelo ITCER porque el mismo captura mejor las determinantes de la tasa de interés en Argentina. El tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo proyectado es alto, aproximadamente el doble que el promedio del período muestral, de modo que se reduce sustancialmente la prima de riesgo de devaluación y, de esa manera la tasa real de interés de equilibrio tiene que resultar más baja que el 6,5% prevaeciente en el período muestral. El modelo de la FED proyecta una tasa real de interés parecida a la del período muestral, precisamente porque la tasa de interés internacional volvería al nivel promedio de ese período, sin que este modelo capte el menor riesgo de devaluación resultante del elevado tipo de cambio real actual.

Evolución Tasa de Interés Real.

Modelo ITCER.

	Índice de TC Real Multilateral	Tasa Real de Interés en \$ a 30/59 días
dic-2004	186.4	-0.08
largo plazo (1) (2)	172.6	2.49

(1) con el fin de limpiar la volatilidad generada por el modelo mensual se utiliza el promedio móvil de los 6 últimos meses.
(2) estimación de largo plazo bajo el supuesto de que el TC real de equilibrio se mantiene en los niveles de fines de 2005.

Evolución Tasa de Interés Real.

Modelo tasa FED.

	Tasa Fed deflactada por CPI en %	Tasa Real de Interés en \$ a 30/59 días
dic-2004	-0.7	-0.08
largo plazo (1) (2)	1.4	6.55

(1) con el fin de limpiar la volatilidad generada por el modelo mensual se utiliza el promedio móvil de los 6 últimos meses.
(2) estimación de largo plazo bajo el supuesto de que la tasa de la FED de equilibrio se mantiene en los niveles de fines de 2005.

David Taguas Coejo
david.taguas@grupobbva.com

Angel Melguizo Esteso
angel.melguizo@grupobbva.com

C1. El sistema institucional.

Pensiones de Jubilación	Reparto	Capitalización
Principales prestaciones	PBU PC PAP	PBU PC JO
Fuentes de financiación	Impuestos Cuota obrera Cuota patronal	Impuestos Cuota obrera
Institución gestora	ANSES	AFJP SAFJP

Fuente: Secretaría de Seguridad Social.

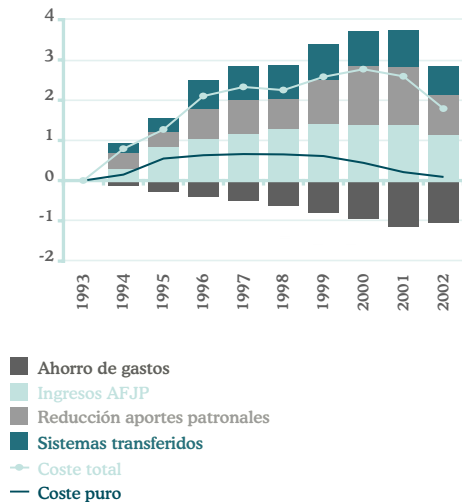
C2. La foto de los cotizantes del SIJP en 2004.

Datos a septiembre de 2004	Reparto	Capitalización
Afiliados (miles)	2,241	9,998
Cotizantes (miles)	696	4,219
Salario medio (\$ mes)	917.1	963.7
Edad media*	51.5	38.3
% Autónomos	18%	5.80%

* Se refiere a los aportantes.

Fuente: ANSES y BBVA Banco Francés.

G1. Efecto fiscal de la reforma (%PBD).



Fuente: Rofman (2003).

Situación del sistema de pensiones de jubilación en Argentina.

El sistema institucional, ingresos, egresos y entidades gestoras.

Argentina es uno de los países pioneros en la reforma del sistema de protección social. El nuevo sistema comenzó a operar desde julio de 1994, según la Ley 24.241, en un momento demográfico favorable dada la juventud de la población. Ello sitúa al país en una situación relativamente ventajosa frente a aquellas economías que apenas están comenzando a introducir elementos de capitalización privada en sus sistemas de pensiones, como las europeas. El sistema previsional argentino, denominado Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones es mixto, combinando una parte pública de reparto, con cargo al Estado gestionada por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) y una parte privada de cuentas individuales de capitalización gestionadas por las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensiones (AFJP) y supervisada por la Superintendencia (SAFJP).

En línea con las recomendaciones del Banco Mundial, el sistema se articula en tres pilares. El primer pilar de reparto administrado por el Estado, de gestión pública y participación obligatoria, tiene como objetivo atender la redistribución de la renta y la reducción de la pobreza del conjunto de la población. Para ello, otorga una prestación muy similar para cada uno de los jubilados, denominada Prestación Básica Universal (PBU) y equivalente a aproximadamente un tercio del salario promedio, siempre que éstos hayan realizado al menos 30 años de aportes al sistema y cumplan con las edades legales de jubilación (60 años en el caso de las mujeres y 65 en el de los hombres). El segundo pilar, de participación igualmente obligatoria y diseñado para asegurar el ahorro y el nivel de renta tras la jubilación, otorga a los trabajadores la posibilidad de optar entre dos regímenes. Un sistema de reparto con beneficios definidos administrado por el Estado, que otorga una prestación denominada Prestación Adicional por Permanencia (PAP), o un sistema de capitalización individual con contribución definida, gestionado por las AFJP, que cobran una comisión sobre el flujo de aportes. También a cargo del Estado, se realiza un pago compensatorio por los aportes efectuados por las personas que participaban del antiguo régimen, denominado Prestación Compensatoria (PC) y, al igual que la PBU, corresponde a todos los trabajadores que cumplen con los requisitos de edad y años con aportes, sin diferenciación en cuanto a la opción de régimen dentro del sistema previsional.¹ Las prestaciones por fallecimiento o invalidez se rigen por idénticas normas para los dos subsistemas, con la única diferencia que aquellos en capitalización individual pueden optar como modalidad de pago entre retiro programado (a cargo de las AFJP) o rentas vitalicias (con compañías de seguro de retiro). Finalmente, existe un tercer pilar, de gestión privada y participación voluntaria, complementario de los dos anteriores.

En cuanto a las fuentes de financiación, los aportes personales de los trabajadores en el régimen de capitalización se ahorran en cuentas individuales que financian la Jubilación Ordinaria (JO). Por otro lado, el resto de los aportes personales (es decir los que corresponden a los trabajadores en el régimen de reparto) y las contribuciones patronales financian las prestaciones administradas por el Estado. Las tasas de contribución promedio se sitúan en la actualidad en el 10,7% en el caso de las contribuciones patronales y en el 7% y 11% en el caso de los aportes personales en capitalización o reparto respectivamente. Los aportes de los trabajadores autónomos se elevan al 11% el personal y al 16% el patronal. Las necesidades de financiación adicionales del sistema público son cubiertas con impuestos generales sobre la renta, impuestos con afectación específica y emisiones de deuda.

Ello determina la coexistencia de dos subsistemas. En concreto, el subsistema de capitalización concentra a ocho de cada diez afiliados (frente a uno del sistema de reparto a los que se ha de añadir el colectivo de indecisos), caracterizándose éstos por tener una edad medida inferior al de reparto (38 frente a 52 años respectivamente), un mayor salario medio y una mayor proporción de trabajadores dependientes (véase el Cuadro 2).

¹ Adicionalmente, existe una prestación denominada Jubilación por edad avanzada, otorgada por el Estado para aquellos aportantes de mayor edad, que requiere menos años con aportes, por importe del 70% de la PBU así como lo correspondiente a la PAP y la PC. No se consideran los regímenes previsionales nacionales (Fuerzas Armadas, Policía Federal, Gendarmería, Prefectura, Servicio Penitenciario, Guardaparques), provinciales (funcionarios y cajas profesionales) y municipales, cuya importancia relativa es menor.

El subsistema público de reparto presentará al cierre de 2004 un déficit de aproximadamente 9.500 millones de pesos, el 2,3% del PIB, como corresponde a toda fase de transición de un sistema puramente de reparto, hacia un sistema mixto. Se ha de enfatizar que este déficit es transitorio. Así, como se destaca en Rofman (2003), el efecto fiscal de la reforma provisional se está moderando, tras alcanzar su máximo en 1997 (véase el Gráfico 1). Por ello, los estudios empíricos disponibles coinciden en que el pilar público comenzará a mostrar superávit dentro de dos o tres décadas, situación poco común en las proyecciones que existen sobre similares experiencias. Asimismo, finalizada la transición, la economía quedará en una situación fiscal de medio plazo privilegiada, al no poseer deuda previsional implícita (no registrada).

La cobertura del sistema.

La tasa de cobertura del SIJP, aproximada por la proporción de afiliados sobre la población económicamente activa (PEA)², ha aumentado a un ritmo sobresaliente, dada la obligación de afiliación y el retiro progresivo de los trabajadores del sistema de reparto. Así, mientras que en 1994 apenas la mitad de la población activa estaba afiliada al sistema, en 2003 esta proporción es próxima al 84% (véase el Gráfico 2). No obstante, una medición más precisa es la proporción de cotizantes sobre la PEA. Argentina muestra una preocupante tendencia decreciente, compartida en todo caso por el resto de economías de la región, sólo detenida desde 2002 cuando alcanzó el 30,3%, recuperándose hasta niveles todavía hoy bajos del 34%.

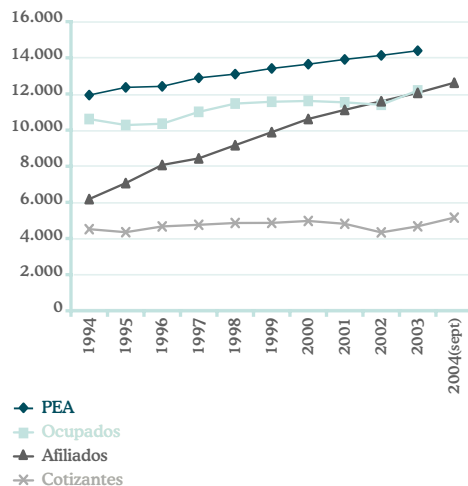
Los fondos acumulados en el régimen de capitalización.

La acumulación de fondos en el sistema de capitalización ha sido notable, al superar en apenas diez años el 12% del PBI, porcentaje sólo inferior entre las grandes economías al de Chile en el mismo período (véase el Gráfico 3). Ello debería contribuir al desarrollo de los mercados financieros y de capitales en moneda nacional, si bien la distribución de la cartera sigue siendo poco diversificada, con una elevada proporción de títulos públicos (emitidos por la Nación, por Entes Estatales y por economías regionales), superior al 50% desde su constitución y del 65,1% en septiembre de 2004, concentración propia de un sistema en transición y similar a otras experiencias de reforma. En todo caso, la rentabilidad de las carteras ha sido notable. En promedio, los fondos gestionados por las AFJP han mostrado desde el inicio hasta junio de 2004 una rentabilidad real anual del 14,3% (aunque con una notable variabilidad anual con rentabilidades del 22,9% entre junio de 1995 y junio de 1996 o caídas del -0,1% entre 1997 y 1998), si bien el episodio de default ha puesto de manifiesto los riesgos de una cartera poco diversificada y de las fluctuaciones de los mercados financieros con alta concentración geográfica. El canje de cerca de 100 m.M.\$., finalizado el pasado 3 de marzo, ha tenido una aceptación del 76,1%. Este elevado grado de aceptación puede considerarse como un éxito teniendo en cuenta que se trataba de un proceso de reestructuración complicado dado su volumen y la dispersión de acreedores. Bajo supuestos razonables, la quita llevada a cabo permitirá que la deuda retome una dinámica sostenible contribuyendo a impulsar el ahorro doméstico y reincorporará al país a los mercados internacionales de deuda, sin afectar a las tasas de sustitución previstas en el sistema previsional, expresadas como porcentaje de los salarios. Es más, su impacto a largo plazo sobre los fondos acumulados en las AFJP (acreedores de aproximadamente el 20% de la deuda en default), desaparecerá gradualmente.

Los desafíos, demografía, cobertura y salario de sustitución.

En las próximas cinco décadas, Argentina experimentará una transición demográfica de una estructura poblacional joven (caracterizada por una

G2. Mercado laboral y sistema previsional. 1994-2004.



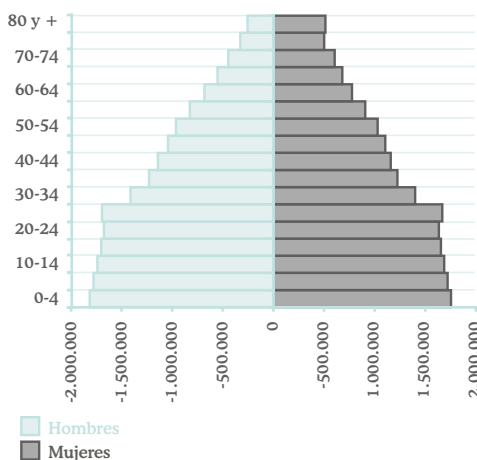
Fuente: Secretaría de Seguridad Social, ANSES e INDEC .

G3. Fondos acumulados en el subsistema de capitalización (%PBI).



Fuente: AIOS.

G4. Pirámide de población de Argentina, 2005. Número de personas por tramos de edad.

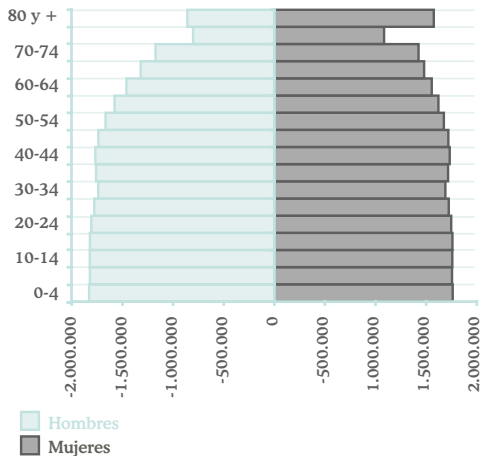


Fuente: INDEC - CELADE 1995, Serie Análisis Demográfico 5.

2 Una definición alternativa de la cobertura es evaluar la proporción de mujeres mayores de 60 años y de hombres mayores de 65 años con prestaciones. En este caso, según el Libro Blanco de la Previsión Social, la tasa se ha reducido del entorno del 80% antes de la reforma al 55% en 2005, con una tendencia a reducirse hasta el 36% en 2025.

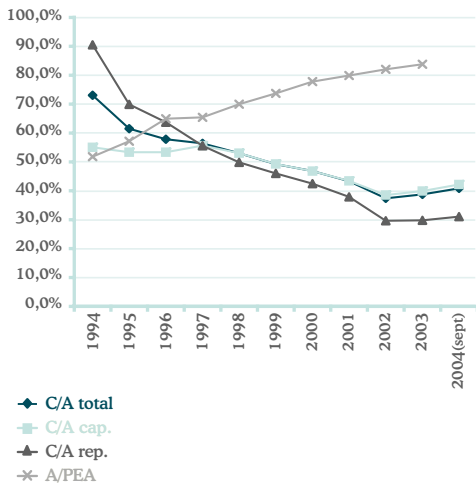
3 Para un análisis panorámico de los sistemas de previsión social en el mundo, su impacto macroeconómico y la tesis de BBVA, véase el monográfico de la revista Latinwatch del Servicio de Estudios Económicos de BBVA (de próxima publicación), así como los artículos contenidos en las publicaciones Situación Chile, Situación Colombia, Situación México y Situación Perú. Asimismo, en Taguas y Vidal (2005) se analizan con cierto detalle los aspectos conceptuales e institucionales de la Seguridad Social, así como el impacto de los sistemas sobre los mercados de trabajo y de capitales, y sobre el crecimiento económico de América Latina.

Pirámide de población de Argentina, 2050.
Número de personas por tramos de edad.



Fuente: INDEC - CELADE 1995, Serie Análisis Demográfico 5.

G5. Tasas de cobertura del sistema provisional. 1994-2004.



Fuente: Secretaría de Seguridad Social y ANSES.

G6. Economía informal y PIB per cápita en América Latina.



Fuente: Banco Mundial, CEPAL y BBVA Banco Francés.

estructura de la población argentina por tramos de edad y por sexos piramidal, véase el Gráfico 4) a una estructura relativamente madura. La manifestación más patente de este hecho es el supuesto, implícito en las proyecciones demográficas, de aumento de la esperanza de vida al nacer desde los 74,1 años en 2000-2005 hasta los 80,4 años en 2045-2050. El aumento absoluto es el mismo en el caso de las mujeres (de 77,7 hasta 84) y en el de los hombres (de 70,6 hasta 76,9). A pesar del aumento previsto de la población (0,7% anual), la tasa de dependencia de la economía – definida como la población mayor de 60 años en el caso de las mujeres y 65 en el caso de los hombres sobre la población total – prácticamente se duplicará entre 2000 y 2050, elevándose del 11,6% al 20,7%. Esta evolución es especialmente acusada en el caso de las mujeres (cuya tasa de dependencia pasa del 15% al 25,6%). Ello supone un desafío para el sistema previsional, en sus dos objetivos fundamentales: la sustitución de las rentas del trabajo – medida por la tasa de sustitución, esto es, la proporción que representa la prestación por jubilación, fallecimiento o invalidez sobre el último salario retribuido al trabajador –, y la garantía de un nivel mínimo de bienestar al conjunto de la población – evaluado por la tasa de cobertura, es decir, el porcentaje de población que recibe la prestación, lo cual, a largo plazo en el caso de los sistemas de capitalización, equivale a los trabajadores que tengan contratado un plan de pensiones.

La experiencia muestra que la reforma del sistema ha permitido un aumento de la afiliación al sistema (véase el Gráfico 5), pero no en igual medida del número de cotizantes. El desafío más importante que afronta el sistema previsional argentino, al igual que el de la mayoría de economías de América Latina como destaca Mesa-Lago (2004), es la extensión de la cobertura. Para ello, es indudable que la política más efectiva es incrementar la formalidad de la economía, vía crecimiento económico. Así, aquellas economías con un mayor nivel de renta per cápita muestran unas tasas de empleo formal – según la definición de la CEPAL – superiores, las cuales, a su vez, se identifican con una mayor regularidad de las aportaciones y con un mayor porcentaje de afiliación y de cobertura por el sistema. No obstante, un simple ejercicio empírico realizado para una muestra de 11 de las principales economías de América Latina, permite observar que dado un mismo nivel de desarrollo económico, algunas economías registran un empleo formal muy superior al de otras (véase el Gráfico 6). Los índices de formalidad se sitúan en Argentina por debajo de lo que correspondería a su nivel de desarrollo económico (hasta cinco puntos porcentuales en 2002), mientras que en Chile lo hacen por encima (en torno a siete puntos en 2003). Un factor explicativo de los modestos resultados en términos de aumento de la cobertura es la posible existencia de un período de “aprendizaje”, previo a que el nuevo sistema merezca toda la confianza de los aportantes. Así, según el trabajo empírico de Packard (2001) para 18 economías de América Latina desde 1980, la proporción de trabajadores que contribuyen a los sistemas previsionales sólo empieza a aumentar transcurrido un período de transición considerable (del entorno de 10 años). Finalmente, Packard et al. (2002), para 13 economías de América Latina y controlando por características individuales (sociales y económicas), laborales (tipo de ocupación), por sector productivo y por características del hogar, muestran que la condición de trabajador autónomo y de ocupado en el sector agrícola, entre otras, afecta significativamente y negativamente a la cobertura. Ello podría sugerir la necesidad de atender a los trabajadores autónomos, los trabajadores temporales y los ocupados en determinados sectores económicos con modelos previsionales adaptados a su estructura de generación de ingresos.

En cuanto a la tasa de sustitución del sistema de capitalización, la cuantía de las prestaciones depende de la rentabilidad de las inversiones, de las comisiones y del nivel de aportaciones. Este último a su vez depende de variables legislativas - el tipo de aportación y los niveles de aportación mínimos y máximos - y de factores propios del desarrollo económico y social del país - el nivel de empleo y la formalidad del mismo. La tasa legal de aportación en Argentina se sitúa en el 11%, habiendo sido reducida de forma excepcional al 7% en virtud del Decreto 809/2004, lo cual no permite augurar prestaciones excesivamente generosas en el futuro, incluso en un escenario macroeconómico relativamente optimista. Pero también es importante la densidad de aportes, esto es, el número de meses al año en los cuales el trabajador está empleado y contribuye al sistema. No todos los trabajadores ocupados realizan sus aportes al sistema de manera regular, debido tanto a razones económicas (irregularidad de la actividad económica, autónomos, sector agrario, migraciones) como sociales (economía sumergida). En la actualidad, en Argentina el conjunto de aportantes realizan poco más de cinco aportes al año (frente a las doce máximas). Para ilustrar esta heterogeneidad, en el Gráfico 6 se simulan las tasas de sustitución de trabajadores jóvenes clasificados según su regularidad de aportaciones (10, 6 y 2 veces al año). Las diferencias en el

régimen de capitalización superan los 40 puntos porcentuales en 2050 (51% frente al 8%).

A modo de conclusión, la formalidad es buena para todo.

El sistema de previsión social de Argentina está lejos de haber madurado y el entorno macroeconómico en el cual se ha desenvuelto la economía, especialmente en el último quinquenio, no han sido especialmente favorable. Ello aconseja extremar la cautela a la hora de valorar la consecución de sus objetivos de cobertura y de sustitución, así como de sus efectos macroeconómicos sobre el mercado de trabajo, el mercado de capitales, y la eficiencia de la asignación de recurso. En todo caso, el debate sobre las vías de aumento de la cobertura y de elevación del salario de sustitución no se debe posponer.³

Referencias bibliográficas.

Gill, I.S., Packard, T. y Yermo, J. (2004): **Keeping the promise of old age income security in Latin America**. The World Bank. Stanford University Press.

Mesa-Lago, C. (2004): "Evaluación de un cuarto de siglo de reformas estructurales de pensiones en América Latina", **Revista de la CEPAL** n°84, pp.59-82.

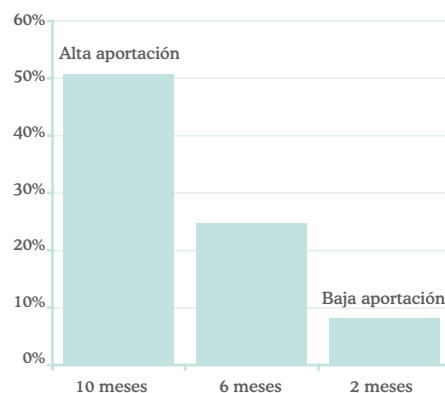
Packard, T.G. (2001): "Is there a positive incentive effect from privatising Social Security? Evidence from Latin America", **Background paper for regional study on Social Security**. The World Bank.

Packard, T., Shinkai, N. y Fuentes, R. (2002): "The reach of Social Security in Latin America and the Caribbean", **Background paper for regional study on Social Security**. The World Bank.

Rofman, R. (2003): "El sistema previsional y la crisis en Argentina", **Documento de Trabajo** n°7/03, Banco Mundial.

Taguas, D. y Vidal, A. (2005): "Revisitando los sistemas de pensiones en América Latina", **Documento de Trabajo**, 01/05, Servicio de Estudios BBVA.

G7. Salario de sustitución según densidad de aportes. (sin componente público).



Supuestos: Rendimiento de la Cuota: 4,5%. Incremento Salarial: Primeros 5 años, al 1,20%, luego al 2%. Tasa de Aporte: 11% siempre. Comisión: 2,5.

Fuente: BBVA Banco Francés.

Argentina

Indicadores Económicos Básicos	2003	2004	2005(e)	2006(e)
Actividad				
PBI Nominal (\$, miles de millones)	375.9	447.3	522.9	590.1
PBI Nominal (US\$ miles de millones)	127.1	151.1	176.4	189.9
PBI Real (Variación %)	8.8	9.0	7.0	4.5
Tasa de desempleo (promedio anual)	17.3	13.6	11.1	10.6
Precios				
PBI Deflactor (Var. % prom.)	10.9	9.2	8.4	7.4
IPC (Var. %, fin de año)	3.7	6.1	10.9	7.1
Sector Externo				
Exportaciones (US\$ miles de millones)	29.6	34.5	36.7	39.4
Importaciones (US\$ miles de millones)	13.8	22.3	27.3	31.1
Balance Comercial (US\$ miles de millones)	15.7	12.1	9.4	8.3
Saldo Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)**	7.5	3.0	0.5	0.1
Tipo cambio (\$/US\$, fin período)	2.96	2.99	3.00	3.21
Índice de Tipo de Cambio Real 1/	191.0	201.7	186.7	186.9
Deuda externa privada (US\$ miles de millones) 6/	59.1	56.5	n.d.	n.d.
Sector Financiero				
Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	73.2	81.2	93.3	105.2
Depósitos sector privado Var. anual %	15.1	11.0	14.9	12.8
Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	30.7	38.7	46.9	54.1
Préstamos al Sector privado Var. anual %	-12.7	25.9	21.2	15.4
Tasa de interés Plazo Fijo 30 días (fin año)	3.7	3.1	5.5	7.1
Reservas internacionales del BCRA (US\$ miles de millones) 3/	14.1	19.6	22.5	26.1
Sector Público				
Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) 4/	8.7	17.3	19.5	19.2
Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) 4/	1.8	11.6	9.4	8.9
Deuda pública total (US\$ miles de millones) 5/	178.8	182.5	n.d.	n.d.
Deuda pública moneda extranjera (US\$ miles de millones) 5/	135.8	138.4	n.d.	n.d.
Deuda pública externa (US\$ miles de millones) 6/	105.9	110.7	n.d.	n.d.

Indicadores De Riesgo (%)	2003	2004	2005(e)	2006(e)
Cuenta Corriente/PBI	5.9	2.0	0.3	0.0
Balanza Comercial/PIB	12.4	8.0	5.4	4.4
Exportaciones/PIB	23.3	22.8	21.0	21.0
Importaciones/PIB	10.9	14.8	15.6	16.6
Resultado fiscal primario/PBI	2.3	3.9	3.8	3.3
Deuda pública/PBI	140.7	121.0	n.d.	n.d.
Deuda pública externa/PBI	83.3	73.4	n.d.	n.d.

Notas:

** Sujeto a revisión. Estimado en base a los intereses devengados de la deuda pública antes de la reestructuración.

1/ Multilateral, fin de período - base 100 = dic. 92.

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 reestructurada).

5/ Deuda pública total en moneda extranjera al 30/09/04. Sec. Financiamiento.

6/ Según Estim. Balance de Pagos, fin del período al 30/09/04. Fuente: Sec.de Política Económica. Aumento (disminución) implica depreciación (apreciación).

Contexto Internacional

	PIB Real (%)					Inflación (% fin de año)				
	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	1.9	3.0	4.4	3.6	3.2	2.4	1.9	3.4	2.5	2.1
UEM	0.9	0.5	1.8	1.9	2.4	2.3	2.0	2.4	1.4	1.4
Japón	-0.3	1.4	2.6	1.5	3.0	-0.3	-0.4	0.2	0.0	0.3

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	Mar-05	Jun-05	Dic-05	Dic-06	Mar-05	Jun-05	Dic-05	Dic-06
EE.UU.	2.75	3.25	4.00	5.00				
UEM (US\$/₺)	2.00	2.00	2.50	3.75	1.32	1.30	1.35	1.30
Japón (yenes/US\$)	0.10	0.10	0.10	0.10	105	104	100	100

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	-10.9	8.8	9.0	7.0	41.0	3.7	6.1	10.9
Brasil	1.9	0.5	5.2	3.7	12.5	9.3	7.6	6.0
Chile	2.2	3.3	5.9	5.7	2.8	1.1	2.4	2.2
Colombia	1.9	3.8	3.6	3.5	7.0	6.5	5.5	5.5
México	0.8	1.4	4.4	3.8	5.7	4.0	5.2	4.0
Perú	4.9	4.1	5.1	4.4	1.5	2.5	3.5	2.3
Uruguay	-11.0	2.5	11.0	4.0	25.9	10.2	9.0	8.5
Venezuela	-8.9	-7.7	17.3	3.9	31.2	27.1	19.2	22.4
LATAM¹	-0.5	1.8	5.9	4.2	13.2	7.2	6.8	6.2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina ²	-1.4	0.5	2.6	1.8	9.8	5.9	2.0	0.3
Brasil	-10.3	-3.6	-2.5	-3.0	-1.7	0.8	1.9	0.7
Chile ²	-0.7	0.0	2.2	1.6	-0.7	-0.8	1.5	0.4
Colombia	-3.7	-2.7	-2.3	-2.7	-2.0	-1.8	-1.5	-3.0
México	-1.2	-0.6	-0.3	-0.1	-2.2	-1.5	-1.2	-2.0
Perú	-2.3	-1.9	-1.1	-1.1	-1.9	-1.8	0.0	-0.1
Uruguay	-4.0	-3.2	-2.9	-2.5	2.0	1.7	0.4	0.6
Venezuela ²	-3.0	-5.1	-4.1	-3.5	8.1	10.3	14.5	11.8
LATAM¹	-4.3	-1.9	-1.1	-1.3	-0.5	0.7	1.2	0.1

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central.

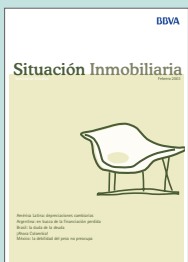
	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% fin de período) ³			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina	3.40	2.96	2.99	3.0	30.0	3.8	3.1	5.5
Brasil	3.53	2.89	2.72	2.90	25.0	16.5	17.8	18.0
Chile	702	599	576	575	3.0	2.3	2.5	3.8
Colombia	2865	2778	2390	2676	7.7	7.9	7.7	8.0
México	10.31	11.24	11.15	11.85	7.0	6.0	8.7	9.2
Perú	3.51	3.46	3.28	3.30	3.8	2.5	3.0	3.8
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

³ ARGENTINA: depósitos 30 d 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

otras publicaciones



El Lic. Ernesto Gaba, Economista Jefe del Servicio de Estudios Económicos y Director de la presente publicación cuya propiedad corresponde al BBVA Banco Francés S.A. con Registro de la Propiedad Intelectual Nro.: 376974. 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.