

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 1 / Nro. 3 - Tercer trimestre 2005



Persistencia del superávit en cuenta corriente.  
Mercado de trabajo y distribución del ingreso:  
un ejercicio de proyección.  
Inflación 2005: ¿Qué dirían los monetaristas?  
El financiamiento de la inversión y el rol del crédito bancario.

# Indice

Fecha de edición 16 de junio de 2005

<b>1 Editorial</b>	4
<b>2 Entorno Internacional</b>	5
<b>3 Entorno Macroeconómico</b>	8
Una visión estructural del sector exterior hasta el 2008.	8
El supeávit fiscal se sostiene a pesar de la desaceleración de la actividad.	
Artículo: Mercado de trabajo, distribución del ingreso y niveles de indigencia y pobreza (un ejercicio de proyección).	19
<b>4 Entorno Financiero</b>	24
Artículo: Inflación 2005 ¿Qué dirían los monetaristas?	27
Recuadro: Financiamiento de la inversión y rol del crédito bancario.	31
<b>5 Tablas de indicadores y proyecciones de Argentina</b>	37
<b>6 Contexto internacional y Cuadros de América Latina</b>	38

## Han elaborado esta publicación:

Ernesto Gaba

Economista Jefe y Director de la presente publicación.

Rodrigo Falbo

María Celeste González

Adriana Haring

Jorge Lamela

Regina Martínez Riekes

Gloria Sorensen

Andrea Suárez

Ximena Vicente

rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar

celeste.gonzalez@bancofrances.com.ar

aharing@bancofrances.com.ar

jorge.lamela@bancofrances.com.ar

regina.martinez@bancofrances.com.ar

gsorensen@bancofrances.com.ar

asuarez@bancofrances.com.ar

ximena.vicente@bancofrances.com.ar

## 1. Editorial

### El nuevo círculo virtuoso de Argentina de superávit fiscal y cuenta corriente: ¿será sostenible?

Argentina mantiene un superávit primario de más de 3% del PIB y el Gobierno se ha comprometido a mantener este inédito desempeño en los próximos años. A la vez, nuestras proyecciones 2005-08 de la cuenta corriente de la balanza de pagos indican que seguirá predominando un superávit. A estos dos factores virtuosos se agrega un tercero: una política monetaria de creación de dinero basada en compra de reservas mientras que el crédito interno resulta contractivo. Cabe entonces preguntarnos, primero, donde residen los pilares de una política monetaria, fiscal y de sector externo que sostendrían el equilibrio macroeconómico, y luego evaluar los posibles factores de riesgo.

En el caso del sector externo hay varias causas que contribuyen al equilibrio, principalmente la continuidad del superávit en la balanza comercial. Este excedente está basado en un crecimiento anual de las cantidades exportadas del 8% en los próximos años (estimación conservadora si se tiene en cuenta que refleja la tendencia de expansión de la Convertibilidad aún cuando ahora el tipo de cambio real más que se duplicó) y un crecimiento vigoroso de las importaciones apoyado en una elasticidad con respecto al PIB cercana a 3. A ello se suma una importante reducción de las transferencias por pagos de intereses al exterior como consecuencia de la finalización exitosa (76% de aceptación) del reciente canje de deuda con una quita del 70% del principal e intereses bajos por un número considerable de años. El excedente de cuenta corriente, aún sin entrada de capitales del exterior, puede destinarse a disminuir el endeudamiento público que post reestructuración de deuda sigue siendo elevado (80% del PIB) con respecto a comparables de países emergentes. Pero también cabe preguntarse si tiene fundamento que un país emergente tenga una tasa de ahorro doméstico superior a la inversión, generando superávit externo, y financie al resto del mundo. La respuesta no es fácil porque no sabemos si se trata de una situación deseada o impuesta por una realidad donde el resto del mundo no está dispuesto a financiar a Argentina como consecuencia del default y rompimiento de los contratos.

En el plano fiscal el superávit primario se asienta en la recuperación del nivel de actividad económica, una mayor eficiencia en la recaudación y la fuerte contribución de impuestos distorsivos como retenciones e impuestos a los débitos y créditos bancarios, los cuales aportan ingresos fiscales equivalentes al 3,5% del PIB. El gasto primario, luego de una etapa inicial de fuerte caída en términos reales gradualmente está aumentando por encima de la inflación y en términos reales el gasto público se encuentra en niveles similares a los del período de la Convertibilidad.

En el plano monetario, el BCRA aumenta la emisión de dinero a través de la fuerte compra de dólares y trata de contener la expansión monetaria mediante contracción del crédito interno. Como en Argentina prevalece un modelo de sustitución de cartera entre pesos y dólares, puede argumentarse que el aumento de la demanda deseada de dinero en pesos es la causa principal del aumento de la oferta monetaria y, en consecuencia, se mantendría el equilibrio monetario sin originar presiones inflacionarias. Aún así, no pueden ignorarse los problemas de la estabilidad de la demanda de dinero en pesos y el posible carácter transitorio de la entrada de capitales del exterior, aprovechando las diferenciales de rendimiento entre pesos y dólares, en cuyo caso el Banco Central tendría que inclinarse por una política monetaria más prudente (ver recuadro sobre desequilibrio monetario e inflación). También surgen interrogantes sobre la viabilidad de la política cambiaria, ya que el tipo de cambio real debería seguir cayendo y el BCRA le pone un piso al tipo de cambio nominal, de modo que el ajuste descansa únicamente en la mayor inflación de Argentina con respecto a sus socios comerciales.

Esta visión positiva de las fundamentales macroeconómicas de Argentina no está exenta de críticas. La distorsión más importante reside principalmente en la lentitud con la que la política energética ha ido ajustando los precios del mercado interno, relevantes para incentivar la exploración y producción local, a los precios internacionales a los cuales se importa energía. También existen interrogantes sobre un acuerdo sostenible con el FMI que permita a Argentina no interrumpir la actual fase de recuperación económica.

## 2. Entorno Internacional

### Perspectivas para América Latina.

América Latina vive un momento atípico en su historia económica: por primera vez en cuarenta años la región crece dos años seguidos y lo hace de manera sincronizada. De las 7 mayores economías, todas presentaron tasas de crecimiento históricamente altas y positivas durante el año pasado y lo seguirán haciendo en 2005. En este sentido, varios son los factores que pueden explicar este fenómeno. Entre ellos podemos mencionar factores coyunturales como el buen entorno internacional o la favorable evolución de las materias primas, pero también han sido importantes los cambios estructurales en la región, en particular aquellos que han traído un entorno macroeconómico más estable.

Así, durante la primera parte del presente año, la región ha recogido mucha de la inercia favorable que ya mostraba durante 2004 y ha seguido revelando un gran dinamismo. En particular, América Latina creció un 4,1% en términos anuales durante el primer trimestre de 2005. Este nivel de crecimiento es menor al promedio del año pasado (6%) pero todavía superior al promedio de los últimos 15 años (3%).

En general se puede decir que aunque se comienza a observar una moderación del crecimiento en la mayoría de los países, éste se mantiene todavía relativamente alto. Por ejemplo, si excluimos a Brasil y a México, el incremento en el PIB regional durante el primer trimestre de 2005 fue del 6,5% (vs. 8,5% en promedio durante 2004). Sin embargo, en el caso de México, las cifras son especialmente bajas debido a un factor estacional: durante el primer trimestre de 2005 se trabajaron 5 días menos que en el mismo período de 2004. De esta manera, en cifras desestacionalizadas, el crecimiento trimestral en México fue del 3,8% (vs. 4,8% en el cuarto trimestre de 2004). Por último, en Brasil, a pesar de un sector exportador que está registrando aumentos importantes y que representa el factor más dinámico de su economía, tanto la inversión como el consumo doméstico presentaron reducciones sorpresivas durante el primer trimestre del año.

Por otro lado, durante el año 2005 se prevé que la buena coyuntura externa le siga siendo propicia a América Latina. Por ejemplo, en los primeros cinco meses del año, los precios del petróleo, café y cobre (65% de las exportaciones de materias primas de la región), se mantuvieron en niveles históricamente elevados en términos nominales. Más aún, se espera que durante la segunda mitad del año los precios de estos bienes se reduzcan moderadamente, aunque los niveles seguirán siendo favorables para las economías de la región.

### El crecimiento en EE.UU. será cercano al potencial.

Dentro de las buenas condiciones externas que apoyarán al crecimiento en América Latina durante el resto de 2005 se encuentra la expectativa de que la economía de EE.UU. continuará su expansión, aunque a un ritmo más moderado que en el 2004. En este sentido, el dinamismo del consumo privado y el fuerte impulso de la inversión seguirán siendo los principales soportes del crecimiento norteamericano.

Varios factores seguirán apoyando la expansión del gasto de las familias en EE.UU. El primero será la evolución de la productividad, cuyo ritmo de expansión disminuyó en el primer trimestre del año hasta 2,5% (significativamente menor al 5,5% de 2003), pero que sigue siendo relativamente alto. Además, el consumo se verá apoyado por el aumento en el valor de las viviendas y la posibilidad de refinanciación de hipotecas más elevadas a tasas reducidas. Por su parte, el mantenimiento de bajas tasas de interés reales seguirá apoyando la expansión del gasto en bienes duraderos.

Por su parte, la inversión, que se ha acelerado notablemente en el último año tras la fuerte caída que experimentó después de la recesión de 2001, continuará impulsando el crecimiento económico. La sólida situación financiera de las empresas, el bajo costo del capital, el crecimiento de la demanda –con la moderada expansión del consumo privado– y, principalmente, el destacable desempeño de las utilidades empresariales (ver gráfico adjunto), seguirán permitiendo elevadas tasas de crecimiento de la inversión, aunque a un ritmo más moderado al registrado durante 2004.

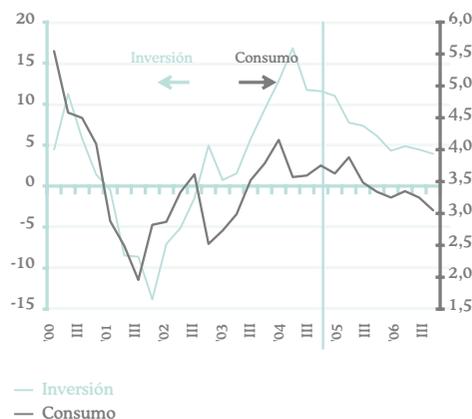
### Crecimiento PIB América Latina. (% anual).

	2004				2005
	I	II	III	IV	I
ARGENTINA	11,3	7,1	8,7	9,1	8,0
BRASIL	4,0	5,1	5,9	4,7	2,9
CHILE	4,6	5,3	7,0	7,3	5,7
COLOMBIA	4,0	4,9	3,0	4,1	4,1
MÉXICO	3,9	4,1	4,6	4,9	2,4
PERÚ	5,1	3,5	5,0	6,8	5,4
VENEZUELA	34,0	14,0	14,1	11,2	8,7
LATAM*	6,9	5,6	6,2	5,9	4,1

\* Media ponderada de los 7 países.

Fuente: Cuentas Nacionales de los países.

### Gasto personal en consumo e inversión bruta privada. (var % real anual).



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

### Costos y utilidades por unidad de valor agregado de las corporaciones no financieras.

(valor/valor promedio 1T90-1T05).



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

### EE.UU.: Tasas reales (TIPS) y nominales a 10 años.



Fuente: Bloomberg.

### Variación del tipo de cambio frente al dólar en el último año (en %).



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg.

### Tasas de interés de largo plazo: la incógnita continúa.

El contexto de bajas tasas de interés a nivel internacional ha sido fundamental para explicar el mayor flujo de capital a economías emergentes y en especial a Latinoamérica. En este sentido, desde que el año pasado el Fed iniciara un gradual incremento de sus tasas de referencia, se temía que la reducción en el diferencial de rentabilidades con respecto a países emergentes provocara un descenso de los flujos de inversión hacia la región. Sin embargo, el impacto sobre las primas de riesgo de los países latinoamericanos ha sido limitado. Más aún, tras el repunte observado en marzo, las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. han vuelto a descender hasta situarse en niveles del 4% (por debajo de los observados cuando el Fed comenzó a aumentar sus tasas en junio de 2004), lo cual ha incrementado el apetito de los inversionistas por instrumentos de países emergentes. Esta reducción de las tasas tiene varias posibles explicaciones.

En primer lugar, debe destacarse el cambio en las expectativas acerca de la política monetaria tanto en EE.UU. como en Europa. Por un lado, las expectativas de incrementos en las tasas de interés del Fed (descotadas en el mercado de futuros), se han moderado significativamente. En este sentido, los principales factores detrás de dichas expectativas son, primero, la estabilidad de la inflación subyacente, y segundo, la incertidumbre sobre la evolución de la actividad económica americana. Por otro lado, la zona euro presenta tasas de inflación bajo control, pero datos de confianza y actividad decepcionantes que retrasan las expectativas de subidas de tasas hasta el segundo semestre de 2006. Así, lo más factible es que en Europa sigan habiendo presiones para bajar tasas. Dichas presiones se pueden acentuar en un contexto de incertidumbre institucional y de mayor probabilidad de una paralización de las reformas estructurales que necesita el continente, situación que se ha generado tras el rechazo a la Constitución Europea en los referéndum francés y holandés.

En segundo lugar, los movimientos de flujos de capital también han contribuido a mantener bajos los niveles de rentabilidad en la parte larga de la curva de deuda. La posibilidad de que los bancos centrales asiáticos (especialmente Japón) aumentaran su actividad al comenzar el segundo trimestre del año, y el hecho de que por razones regulatorias algunos agentes (compañías de seguros), se hayan visto obligados a demandar activos de deuda pública de larga duración, han contribuido a mantener bajas las rentabilidades.

Por último, es posible que la mayor globalización esté favoreciendo también una reducción de las tasas de interés reales. El ahorro mundial está aumentando como resultado de la aportación de los países asiáticos que logran más que compensar el descenso en el ahorro de los países desarrollados.

En consecuencia, estos factores harán que las tasas de interés a largo plazo aumenten en los próximos meses de forma limitada, situación que favorecerá a los países latinoamericanos. Particularmente, en EE.UU. se situarán en el 4,5% al finalizar 2005 y en el 5,2% al finalizar 2006. Por su parte, en la UEM, las tasas a 10 años previsiblemente no superarán el 3,5% en 2005 y avanzarán hacia el 4% el próximo año. Este escenario asume una mejoría de los datos de actividad en Europa que permita al BCE aumentar sus tasas de interés en medio punto porcentual en el segundo semestre de 2006. Supone también una reducción de la incertidumbre institucional y una recuperación de la confianza de los agentes económicos.

### ¿Sólo un impulso cíclico?

La evolución del mercado de divisas ha estado caracterizada en el último año por una apreciación generalizada de las monedas latinoamericanas, principalmente frente al dólar (ver gráfico adjunto). El peso colombiano y el real brasileño se encuentran entre las divisas con un recorrido alcista más acusado. La excepción, sin embargo, es Venezuela, como consecuencia de la devaluación de marzo pasado. La apreciación de las monedas de la región frente al dólar no es un fenómeno aislado en el mercado de divisas, pero se observa un movimiento más intenso en comparación con otros emergentes. En este sentido, llaman la atención las diferencias con lo acontecido en el sudeste asiático, donde las intervenciones de los bancos centrales han sido frecuentes para evitar la revalorización de las monedas.

El ciclo favorable en América Latina encuentra soporte en una serie de factores con un grado de interrelación significativo. El crecimiento económico mundial, impulsado fundamentalmente por Estados Unidos y China, ha supuesto un shock positivo para la región que le ha beneficiado doblemente. Por un lado, se ha incrementado el volumen de exportaciones, y, por otro, esta presión de

demanda ha impactado al alza sobre el precio de las materias primas. De forma paralela, el elevado grado de liquidez y el reducido nivel de aversión al riesgo a escala internacional, han impactado positivamente en las condiciones de financiación de la región.

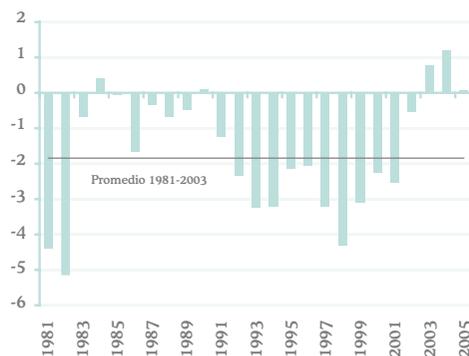
Sin embargo, el buen cuadro macroeconómico que presenta hoy América Latina, no puede ser explicado solamente por factores exógenos y coyunturales. Buena prueba de ello es la situación de la balanza por cuenta corriente, que después de ser históricamente negativa (déficit promedio de 2% del PIB durante los últimos 25 años), muestra actualmente una situación superavitaria (ver gráfico adjunto). A pesar de que este escenario podría estar asociado a bajos niveles de productividad en América Latina y por lo tanto, a la falta de inversión en la región, también se han producido importantes mejoras estructurales en años recientes, que apuntan hacia una interpretación más benévola del superávit. Prueba de ello es el mayor grado de apertura comercial, que ha dado como resultado un sector exportador más competitivo y en el cual las manufacturas representan ahora el 60% de las ventas al exterior (vs. 50% hace una década).

Asimismo, una política presupuestaria más responsable ha conducido a la sustancial reducción del déficit público. En apenas un lustro ha girado de cifras en torno al 3% del PIB a situarse cerca de dos puntos por debajo. Consecuencia de la consolidación presupuestaria, el nivel de deuda externa contraído por los países de América Latina ha descendido notablemente.

La mayor ortodoxia fiscal ha encontrado un saludable acompañamiento en la implementación de políticas monetarias responsables. El resultado de ambas ha sido una drástica reducción de la inflación, que desde finales de los noventa es habitual que marque cifras de un solo dígito en términos agregados, lejos de la hiperinflación de décadas previas. La contención en el crecimiento de los precios reduce la incertidumbre de los agentes económicos y favorece el desarrollo de instrumentos financieros a largo plazo en moneda local. Esta mayor estabilidad se ha trasladado al sistema bancario, que ha visto reducida de forma significativa la morosidad en sus préstamos, por debajo de los registros en Asia.

Los mercados están capitalizando el buen comportamiento de América Latina. Recientemente, y de forma contraria a otros episodios históricos, la región ha mostrado una meritoria fortaleza ante la subida de tasas de interés en Estados Unidos. El repunte de rentabilidades en la curva americana no ha estado acompañado, como ocurrió en la crisis de 1994-1995, con un movimiento al alza de la prima de riesgo en la región. La ruptura de esta correlación en la parte final de 2004 y períodos de independencia con relación a los títulos High Yield estadounidenses durante 2005, muestran un mayor grado de credibilidad entre los inversores internacionales.

### Balanza por cuenta corriente en América Latina (en % del PIB).



Fuente: BBVA.

### Evolución del Tipo de Cambio Real Año 2005 - variaciones en punta.

	Var. TCN		Var. IPC		TCR	TCRB
	\$/US\$	Argentina	EE.UU.			
B.Francés	-1,3%	10,9%	2,7%	-11,0%	-8,8%	
Di Tella	-	-	2,7%	-9,3%	-6,9%	

Fuente: ITCRE - Universidad Di Tella y BBVA Banco Francés.

### Evolución del Tipo de Cambio Real en un horizonte de largo plazo.

	TCRB
ITCRE	12,8%
Modelo PPP	39,8%
PPP y productividad	18,0%

Fuente: ITCRE - Universidad Di Tella y BBVA Banco Francés.

## 3. Entorno Macroeconómico

### Una visión estructural del Sector Externo hasta el año 2008. El tipo de cambio real volvería a apreciarse en el 2005.

Conforme viene ocurriendo desde mediados del año 2002, cuando Argentina comienza a corregir el over-shooting del tipo de cambio real, en los primeros 5 meses de 2005 se verifica una apreciación del 7,3%. Aún así, el tipo de cambio real a mayo se ubica en un 75% por encima del promedio de la Convertibilidad (mayo/91 y diciembre/2001) y un 78% respecto a diciembre de 2001.

El principal factor que genera la apreciación señalada es la inflación acumulada a la fecha, debido a que el TCN no ha exhibido una variación significativa como resultado de la importante intervención realizada por el BCRA y el Nación en el mercado cambiario.

Para lo que resta del año esperamos que el Gobierno continúe interviniendo con el fin de sostener el tipo de cambio nominal por lo cual no proyectamos variaciones significativas en esta variable. Es así que estimamos, que por efecto de la inflación, el tipo de cambio real se seguirá apreciando hasta alcanzar una caída del orden del 11% durante todo el 2005.

Una forma de contrastar nuestra estimación es tomar en cuenta los resultados arrojados por el Índice de Tipo de Cambio Real Esperado (ITCRE) de la Universidad Torcuato Di Tella. El mencionado índice da cuenta de las expectativas que tiene el mercado sobre el tipo de cambio real bilateral con EE.UU., utilizando como base de cálculo los precios en el mercado de bonos (nominados en pesos y dólares).

En la última publicación, el cálculo del ITCRE estima que la apreciación del tipo de cambio real bilateral con EE.UU. durante todo el 2005 sería 6,9%. Dado que el tipo de cambio real bilateral se define como el tipo de cambio real (= var. TCN \$/US\$ - var. IPC Arg) más la inflación de los EE.UU., si a éste se le resta el efecto de la inflación de EE.UU. la apreciación del tipo de cambio real implícito en el índice (algo menos del 10%) es semejante a la proyectada por nosotros.

### En el mediano plazo también es de esperar una apreciación del peso.

En una perspectiva de más largo plazo, siempre según el ITCRE, la apreciación del tipo de cambio real con EE.UU. alcanzaría al 12,8% (en un horizonte temporal de 5 años). Nuevamente, al restarle el efecto de la inflación de EE.UU., la apreciación acumulada del tipo de cambio real hasta el 2010 alcanzaría al 21%.

Frente a estas cifras, podemos presentar algunos resultados preliminares de un trabajo que actualmente se encuentra en elaboración, y que tiene como objetivo establecer cuál es hoy el valor del tipo de cambio de equilibrio en Argentina.

Actualmente nos encontramos en una etapa de prueba de distintas especificaciones para un modelo estructural de tipo de cambio real donde entre las variables explicativas podemos encontrar: productividades sectoriales y los activos externos netos. Sin embargo, podemos mencionar los análisis realizados en etapas previas:

1. En primer lugar, un modelo que se enmarca dentro de literatura de la Paridad del Poder Adquisitivo (PPP) que establece que el tipo de cambio nominal en el largo plazo, no puede desviarse por mucho tiempo de la relación de precios entre Argentina y el resto del mundo. Los resultados

encontrados indican que el tipo de cambio nominal actual se encontraría un 40% por encima del valor de equilibrio, o sea que el peso debería apreciarse en esa magnitud para mantener la paridad del poder adquisitivo ya que los precios relativos crecieron en una proporción sustancialmente menor.

2. Sin embargo, una crítica que suele hacerse a este tipo de modelos es que no toman en cuenta las variaciones en el tipo de cambio, que surgen por efecto de las evoluciones diferenciales en las productividades de los países ya que un país con menor productividad relativa requerirá un tipo de cambio más alto (una moneda más depreciada) para poder exportar. A partir de esto, se suele incorporar una variable explicativa adicional que intenta captar la necesidad que tiene un país de depreciarse (más allá de lo ocurrido en los precios) con el objetivo de contrarrestar las pérdidas relativas en productividad. Los resultados alcanzados con estos modelos indican que el tipo de cambio real actual se encontraría por encima de su valor de equilibrio en alrededor del 18%. En este caso, la apreciación esperada del peso argentino sería menor que la estimada por la PPP pura ya que la pérdida de productividad del país en relación al resto del mundo requiere una moneda más depreciada con el fin de mantener la competitividad.

En resumen, los resultados encontrados hasta el momento en materia de tipo de cambio de equilibrio estiman apreciaciones superiores a las que establece el mercado a través del índice ITCRE. Es probable que estas discrepancias se deban a que los modelos no incorporan un posible aumento de la prima de riesgo de Argentina como resultado del default y rompimiento de los contratos que siguió a la devaluación.

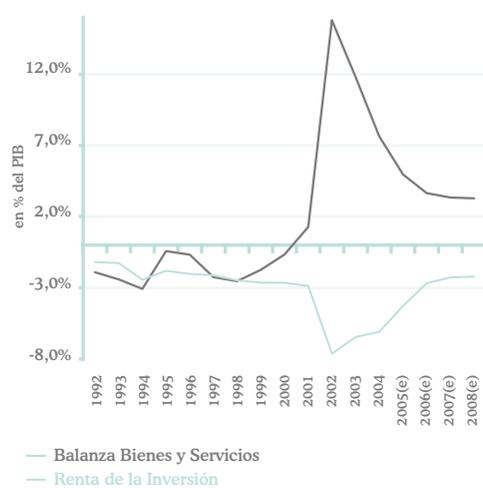
### Persistencia del superávit en cuenta corriente. El impacto de la reestructuración de deuda sobre la cuenta corriente.

Desde los años '60 hasta finales de los '90, Argentina mantuvo en promedio un déficit en cuenta corriente superior a los 2 puntos del PIB (en adelante las cifras se expresan como porcentaje del PIB). A partir de la profunda crisis que siguió a la salida de la Convertibilidad, este resultado se revirtió abruptamente pasándose a generar un superávit de 8,8% en 2002. El excedente fue reduciéndose hasta llegar a 2% en 2004 a medida que las importaciones crecían al compás de la recuperación de la actividad. Sin embargo, aunque el superávit comercial seguirá estrechándose en los próximos años, el saldo de la cuenta corriente se mantendrá en terreno positivo debido a la reducción de la carga de intereses resultante de la reestructuración de la deuda en default.

Bajo supuestos relativamente conservadores, que incluyen un crecimiento tendencial de las exportaciones del 8% anual entre 2006-2008 y una gradual normalización de la elasticidad Importaciones/PIB hacia el valor de largo plazo de 3, la balanza comercial en los próximos 3 años se ubicaría en promedio en 4,6% del PIB. Con un saldo negativo del intercambio de servicios reales del orden del 1,2%, Argentina estaría en condiciones de enfrentar pagos netos en concepto de intereses y dividendos de hasta 3,7% del PIB sin incurrir en déficit en cuenta corriente. El hecho de que a raíz de la reestructuración de deuda (por quita de capital y reducción de cupones de interés) los pagos por Renta de la Inversión asciendan a sólo 2,4% del PIB<sup>1</sup> hace que Argentina registre un superávit en la cuenta corriente de alrededor del 1,2% del PIB en el período post-default.

A diferencia del período de la Convertibilidad, donde la balanza de mercancías fue en general deficitaria, en el período post-default se mantendría un superávit aunque menor que en 2002-4. En cambio, los

### Componentes de la cuenta corriente.



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales  
Ministerio de Economía y estimaciones propias.

<sup>1</sup>Este porcentaje incluye intereses devengados según cupones contractuales correspondientes a la deuda no reestructurada en el canje de febrero-marzo 2005 (aproximadamente 23% de la deuda pública externa).

## Saldo de cuenta corriente y entrada de capitales.

En porcentaje del PIB	Balanza Comercial	Renta de la Inversión	Saldo Cuenta Corriente	Entrada de Capitales
Prom. Convertibilidad (1993-2001)	0,0%	-2,1%	-3,4%	4,1%
Prom. Default (2002-2004)	13,1%	-6,7%	5,5%	-4,3%
Prom. Post-default (2006-2008)	4,6%	-2,4%	1,2%	n.d.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - Ministerio de Economía y BBVA Banco Francés.

pagos de renta de la inversión (intereses sobre deuda pública y privada y dividendos sobre inversión directa) volverían a los niveles de la Convertibilidad. Resulta claro que la carga de intereses se elevó a niveles insostenibles en el período inmediato post-default (llegó al 8% del PIB en 2002) debido a la dolarización de los pasivos frente a un PIB en dólares que cayó abruptamente como consecuencia de la devaluación. La renegociación de la deuda devolvería los servicios de deuda a niveles similares a los históricos. El cambio estructural se habría producido, en cambio, en las exportaciones netas de Argentina ya que en la post-devaluación las exportaciones duplicaron su participación en el PIB mientras que las importaciones aumentaron sólo un 50% su importancia relativa.

El mantenimiento del superávit en cuenta corriente requeriría, desde la perspectiva del enfoque de balance comercial, la continuidad de la política de tipo de cambio real alto.

## El superávit en la cuenta corriente desde la perspectiva del enfoque Ahorro-Inversión.

En este enfoque, el superávit en cuenta corriente es generado por el exceso de ahorro doméstico sobre la inversión. La oferta total de bienes y servicios de una economía es la suma del PIB más las importaciones y la demanda agregada. Abarca el consumo tanto público como privado, la inversión y las exportaciones (demanda externa). La cuenta corriente, a su vez, es la diferencia entre exportaciones e importaciones totales de bienes y servicios reales. Por lo tanto, la cuenta corriente será igual al ingreso nacional menos la demanda interna de modo que una economía abierta cuya absorción interna (consumo más inversión) es menor que lo que produce tendrá un superávit por cuenta corriente y le estará "prestando" este producto no utilizado al resto del mundo.

Como a su vez el ingreso nacional menos el consumo público y privado es igual al ahorro nacional, si éste resulta superior a la inversión (el otro término de la demanda doméstica), la cuenta corriente tendrá signo positivo. Esto implica que el ahorro nacional se utilizará para financiar la inversión de otras economías cuyo ahorro es insuficiente. Inversamente, si la cuenta corriente tiene signo negativo, significa que el ahorro doméstico no alcanza para financiar la inversión propia con lo cual parte de la misma será financiada con ahorro externo.

Cabe aclarar que el ingreso nacional disponible no es igual al producto bruto ya que a este último se le resta la remuneración neta a factores del exterior por su participación de factores productivos propiedad de no residentes en las actividades que se desarrollan en el país (por ejemplo, intereses sobre la deuda externa) y se le suman las transferencias corrientes netas recibidas del exterior (por ejemplo, jubilaciones de otros países). Así el ingreso nacional disponible, que puede ser consumido o ahorrado, es el ingreso del que disponen los residentes del país por participar en procesos productivos del país y del exterior y por cobrar transferencias del resto del mundo.

Durante la década del 90, con persistentes déficits en cuenta corriente, la inversión en el país fue financiada en parte por el ahorro del resto del mundo. Con la crisis de los años 2001-2002, se produjo un fuerte aumento del ahorro interno bruto junto con una brusca caída del ahorro externo. Como simultáneamente se produjo un derrumbe de la inversión, se obtuvo un sustancial aumento del superávit en cuenta corriente. En promedio, desde la devaluación el ahorro doméstico ha aumentado alrededor de 4 puntos del PIB con respecto al auge de la Convertibilidad donde se registraron las mayores tasas de inversión. La inversión, a pesar de su reciente crecimiento, sigue afectada por la ruptura de contratos e incertidumbres respecto a ganancias futuras, por lo que todavía prevalece un exceso de ahorro y un superávit en cuenta corriente.

La pregunta relevante es entonces si la Argentina en los próximos años seguirá financiando al resto del mundo como lo sugieren nuestras estimaciones de cuenta corriente. Esto requiere analizar los determinantes del ahorro y la inversión que son principalmente la política fiscal, la tasa de interés, el ingreso esperado y la tasa esperada de retorno de la inversión.

## Ahorro externo y ahorro doméstico.



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales Ministerio de Economía.

## En los próximos 3 años el ahorro nacional seguirá superando la inversión.

Tras el canje de la deuda, los pagos al exterior del sector público se reducirán notablemente por la quita realizada sobre el capital y la baja de intereses, resultando en una menor remuneración neta a factores del exterior lo cual aumentaría el ingreso nacional bruto disponible. Si las propensiones medias a consumir del sector privado y público se mantienen en niveles similares a los de los años post-default, el ahorro doméstico tenderá a subir posibilitando la financiación de una inversión que alcanzaría 23,7% del PIB. De acuerdo a nuestras estimaciones, estos niveles de inversión serían los necesarios para garantizar un crecimiento promedio de 3,7% en los próximos años.

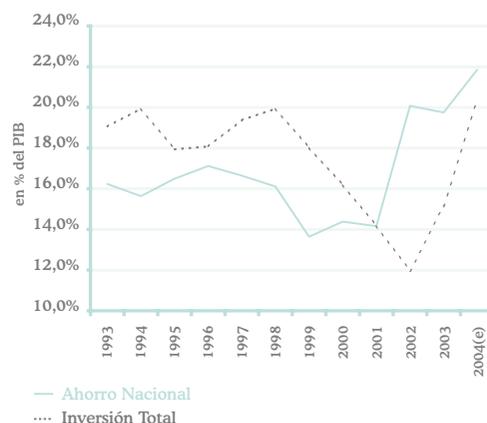
## Una mayor austeridad en el sector público y privado.

En primer lugar, cabe aclarar que el mantenimiento de superávits a lo largo del tiempo es consistente con la estrategia de "desendeudamiento" del gobierno ya que implica que el sobrante de ahorro doméstico será utilizado para cancelar deudas preexistentes con el exterior. El fundamento de esta estrategia, a nivel político, es evitar las condicionalidades de los organismos multilaterales de crédito y a nivel económico reducir el elevado ratio de deuda/PIB. Desde el plano del ahorro público, el gobierno se ha comprometido en los lineamientos de reestructuración de deuda a mantener un superávit primario de 3% del PIB a nivel del gobierno nacional que le permitiría afrontar los pagos de intereses sin incurrir en déficit. Dado que también planea refinanciar sólo una parte de los vencimientos de deuda performing en los próximos años, es previsible que el sector público tenga un superávit también a nivel operativo (después de intereses) lo cual implica proyectar un ahorro total del sector público positivo y cercano al 2% del PIB. Esto es equivalente a sostener que el gobierno no incrementa su gasto corriente en proporción a la menor carga de intereses a pagar, sino que ahorrará este excedente.

Sin embargo, no debe descuidarse el comportamiento del sector privado que en los últimos años registró un ahorro superior al 21% del PIB, frente al 16,7% promedio de la Convertibilidad. Algunos argumentos indican que puede tratarse de un aumento estructural en la tasa de ahorro como consecuencia de la crisis. En este sentido, los argentinos pueden percibir el empobrecimiento del país como un factor más permanente lo cual reduce su ingreso esperado a futuro y lleva a una menor propensión al consumo. Este cambio también está vinculado con el deterioro en la distribución del ingreso ya que la fuerte disminución de la masa salarial de 2002 y una expectativa de lenta recuperación (ver Capítulo sobre Distribución del Ingreso), impactan negativamente sobre el consumo debido a que son precisamente los sectores de menores ingresos los que tienen una propensión media a consumir más elevada. Así, una mayor concentración del ingreso eleva la propensión media al ahorro del total de la economía. Al mismo tiempo, como consecuencia de la crisis financiera, resulta más dificultoso el acceso al crédito de largo plazo para las familias (en particular, el crédito hipotecario) lo cual nuevamente incentiva a un mayor ahorro corriente para acceder a la vivienda o a bienes de consumo durable. Se trataría de un cambio estructural importante ya que equivale a una reducción de más de 5 puntos del PIB en la propensión media a consumir comparado con los promedios de la Convertibilidad.

Para poder alcanzar un crecimiento promedio de 3,8% en los próximos 3 años, Argentina requeriría una tasa de inversión de 21% del PIB a precios constantes. Sin embargo, dado que los precios relativos de la inversión son más altos que los del promedio del PIB por tener mayor componente importado, esto equivale a alcanzar un ratio de IBIF/PIB de más de 23% a precios corrientes. Aunque es previsible que el ahorro doméstico se mantenga, en promedio, por encima del 24%, el superávit podría verse amenazado por un rápido crecimiento de la inversión que supere nuestras estimaciones. Creemos que por el momento es poco probable que se produzca un boom de inversiones a pesar del elevado crecimiento observado recientemente debido a que el retorno percibido de la inversión bajó estructuralmente por la ruptura de contratos y el mal clima de negocios que aún impera en la Argentina.

## La brecha ahorro-inversión doméstica.



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

## El ahorro nacional y el pago neto a factores externos.

En porcentaje del PIB a precios corrientes	Pago Neto Fact. Ext.	Ahorro Nac.	Ahorro Externo	Ahorro total	Inversión total
Prom. Convertibilidad (1993-2001)	2,1%	15,6%	3,3%	18,9%	18,1%
Prom. Default (2002-2004e)	6,2%	20,6%	-5,4%	15,2%	15,8%
Prom. Post-default (2006e-2008e)	2,5%	24,1%	-1,2%	22,9%	23,5%

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

## Ahorro público y privado.

En porcentaje del PIB a precios corrientes	Ahorro Público	Ahorro Privado	Consumo Privado/PIB	Consumo Público/PIB	Ahorro Nac.
Prom. Convertibilidad (1993-2001)	-1,1%	16,7%	69,2%	13,2%	15,6%
Prom. Default (2002-2004e)	-0,7%	21,3%	62,7%	11,6%	20,6%
Prom. Post-default (2006e-2008e)	3,3%	20,7%	63,2%	11,1%	24,1%

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

## Ahorro externo y entrada de capitales.

En porcentaje del PIB	Ahorro Externo	Entrada de Capitales	Variación de Reservas
Prom. Convertibilidad (1993-2001)	-3,6%	4,7%	0,7%
Prom. Crisis (2001-2002)	3,7%	-6,8%	-4,4%
Prom. Recuperación (2003-2004)	3,9%	-0,5%	3,2%
Prom. Post-default (2006e-2008e)	1,2%	1,0%	2,2%

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - Ministerio de Economía y BBVA Banco Francés.

## ¿Y si llegan los capitales?: el superávit en la cuenta corriente desde la perspectiva del enfoque de flujo de capitales.

En este enfoque, para que exista un déficit en cuenta corriente es necesario que "el resto del mundo" esté dispuesto a financiarlo con lo cual es equivalente a una entrada neta de capitales del exterior. Incluso algunos economistas sostienen que el flujo de capitales internacionales es prácticamente el único determinante de las cuentas corrientes de los países (este argumento se esgrime recientemente en particular para el caso de EE.UU.) Así, durante la década de los '90, en que Argentina mantuvo un déficit de cuenta corriente se produjeron masivas entradas de capitales que no sólo compensaron la deficiencia de ahorro interno sino que permitieron una acumulación de reservas que alcanzó un máximo de US\$ 20.000 millones.

Luego del default, se produjeron en forma neta salidas de capital que obligaron al país a mantener un superávit. En caso que el daño producido por el default fuese permanente, en el sentido de que Argentina no recuperase la credibilidad perdida, es poco probable que se produzcan a futuro ingresos masivos de capitales de largo plazo teniendo en cuenta que Argentina tendrá que competir con otros destinos de inversión atractivos. Probablemente el reestablecimiento de los flujos de inversión directa requerirá un tiempo de maduración ya que aunque la productividad de Argentina creció post-crisis, esta mejora no se refleja aún plenamente en el retorno esperado de la inversión debido a la extrema volatilidad que caracterizó a los ciclos argentinos y que penaliza los rendimientos.

Es probable que en el período post-canje se produzcan mayores entradas de capitales a la Argentina en particular en inversiones de cartera. Esto no significa que necesariamente Argentina tenga que caer en déficit de cuenta corriente ya que la contrapartida puede ser una mayor acumulación de reservas si se mantienen la austeridad pública y privada. Una mayor inversión extranjera directa implicaría un aumento en las tasas de inversión financiada con capital externo lo cual podría deteriorar el superávit en cuenta corriente, pero permitir tasas de crecimiento del PIB más elevadas que las que podrían ser financiadas exclusivamente por el ahorro doméstico.

En el período post-default, Argentina podría seguir ganando reservas a tasas elevadas a pesar del menor superávit en cuenta corriente si se produce en forma neta una entrada de capitales del 1 % del PIB similar a la registrada en 2004 (1,4%).

## El Superávit de la Balanza comercial se reduce gradualmente.

Luego del récord de balanza comercial obtenido en 2002, 17% del PIB, el superávit se redujo a 9% en 2004 principalmente por impacto de la veloz recuperación de las importaciones. En 2005, como se detalla a continuación, unos términos del intercambio adversos producirán una nueva caída en el excedente comercial, pero estimamos que en el período 2006-2008, el superávit de la balanza comercial (FOB-CIF) se estabilizará en alrededor de 3,7% del PIB. Mientras que las exportaciones ya empiezan a mostrar signos de mayor dinamismo tras la apertura de nuevos mercados que siguió a la devaluación, el crecimiento de las importaciones tiende a desacelerar a medida que la elasticidad a PIB vuelve a la tendencia de mediano plazo.

## En 2005 las exportaciones crecerán a menor ritmo por efecto precios.

Las exportaciones volverán a crecer este año aunque a una tasa inferior a la evidenciada durante el 2004 por efecto de las caídas de precios. Efectivamente nuestras previsiones indican que las ventas al exterior del año 2005 ascenderán a US\$ 37.700 millones, esto es, un 9,1% por encima del nivel el año pasado.

Si bien los precios tendrán un impacto negativo en el 2005, los mayores montos exportados estarán determinados básicamente por un fuerte incremento en las cantidades exportadas favorecidas por una cosecha récord de granos como así también por una mejor performance de los

## Evolución de la Balanza Comercial. (millones de US\$ corrientes).

Años	Exportaciones	Importaciones	Balanza Comercial	Balanza Comercial como % del PIB
2002	25.709	8.990	16.720	17,0%
2003	29.566	13.833	15.732	12,4%
2004	34.550	22.447	12.103	8,0%
2005(e)	37.700	28.200	9.500	5,3%
2006(e)	41.000	32.900	8.100	4,0%
2007(e)	45.500	37.400	8.100	3,6%
2008(e)	50.500	42.100	8.400	3,5%

Fuente: INDEC y estimaciones propias.

bienes manufacturados (MOI) que se volvieron más competitivos tras la salida de la Convertibilidad. Así, las cantidades exportadas durante el 2005 crecerán 11,1%, algo por encima de nuestra estimación de la tendencia de mediano plazo.

### A mediano plazo, estimamos un crecimiento tendencial del 8% anual en las exportaciones.

Para el período 2006/2008, calculamos una tasa de crecimiento tendencial de las cantidades en función de una serie de largo plazo primero (años 1980-2004) y una serie de más corto plazo (1991-2004) en segundo lugar; mientras que para los precios nos basamos en los futuros de los principales productos exportados para el próximo año y adoptamos un supuesto de crecimiento similar a la inflación internacional para los años subsiguientes.

La tasa de crecimiento tendencial que arrojan las cantidades exportadas varía en un rango de 8% y 8,3% según tomemos promedio lineal o si se le aplica a la serie el filtro de Hodrick Prescott que tiene como propósito suavizar dicha tendencia.

A efectos de aislar el impacto del intercambio compensado de autos sobre el crecimiento tendencial de las exportaciones, tomamos las series excluyendo los automóviles vendidos a Brasil. El punto aquí cobra relevancia ya que con el inicio del Mercosur este rubro se convirtió en el más importante en la relación comercial entre los dos mayores socios de la región y las tasas de crecimiento resultaron excepcionalmente elevadas. Así excluyendo las exportaciones de autos a Brasil de la muestra, se obtienen tasas de crecimiento anuales del orden de 7,7% / 7,9%, algo por debajo de las obtenidas para el total de bienes.

La existencia de un intercambio comercial compensado entre Argentina y Brasil para la industria automotriz permitió a nuestro país alcanzar elevados montos de intercambio derivando en una concentración del destino de las mismas. Sin embargo, el sector entró en un prolongado proceso de contracción que tuvo como punto de partida la devaluación de Brasil en 1999 y siguió con la recesión argentina, con lo cual fue necesario diversificar mercados para paliar la falta de envíos a Brasil. Así, mientras que en 1997, el 91,5% de las exportaciones de material de transporte tenían como destino Brasil, en el 2004 este porcentaje se ubicaba en apenas 40% gracias a la diversificación de mercados que pudo llevar adelante Argentina.

Hemos adoptado un criterio conservador al elegir la tasa tendencial del 8% para el crecimiento de las exportaciones en los próximos años. Si bien habría argumentos para inferir que las exportaciones no han reaccionado aún lo suficiente a la drástica devaluación del tipo de cambio ocurrida a comienzos del año 2002 y que existiría margen para un aumento mayor, lo cierto es que la tasa de crecimiento tendencial está calculada sobre un período en los cuales hubo hechos que exacerbaban el crecimiento. En primer lugar, la creación de comercio intra Mercosur que expandió las exportaciones de varios rubros aunque no en la magnitud de la industria automotriz. En segundo lugar, el fenómeno de la soja que cobró relevancia en los últimos años y que creemos no cuenta con margen como para repetir idéntica performance a menos que medie algún cambio tecnológico de relevancia. A modo de ejemplo, el complejo sojero que hoy representa poco menos del 30% de nuestras exportaciones, creció en los últimos 5 años un promedio anual de 17%, arrastrando al crecimiento de las exportaciones totales. Si excluimos este complejo, tendríamos entonces que las exportaciones totales sólo crecieron a razón de 6% anual, por debajo de nuestra tendencia de mediano plazo. Finalmente existen en nuestra economía algunas industrias que están operando a plena capacidad y que no pueden exportar más a menos que se baje el consumo interno; tal es el caso de las industrias del plástico, algunas químicas, papel y cartón y sobre todo la siderurgia. Si bien es cierto que en algunas de ellas se están llevando a cabo inversiones con el propósito de incrementar la capacidad productiva, estas inversiones tendrán un período lógico de maduración para funcionar a pleno, con lo cual no creemos que en el corto plazo produzcan un crecimiento significativo de la producción y por ende de las exportaciones.

Las razones argumentadas en los párrafos anteriores nos permiten concluir que una tasa promedio de crecimiento tendencial en un escenario que podríamos denominar conservador para los próximos años podría estar ubicada en torno al 8%.

### Crecimiento de las Exportaciones.

Años	Cantidades	Precios	Valores
2005(e)	11,1%	-1,8%	9,1%
2006(e)	7,5%	1,2%	8,8%
2007(e)	8,0%	2,8%	11,0%
2008(e)	8,0%	2,8%	11,0%

Fuente: Estimaciones propias.

### Exportación de autos a Brasil.

Cifras en US\$ mill.	1997		2004	
Material de Transporte	Nivel	Part.%	Nivel	Part.%
a Brasil	2.377,4	91,5%	819,3	39,6%
Total	2.597,4		2.068,1	
<b>Total de exportaciones a Brasil</b>	<b>9.077,5</b>		<b>5.551,8</b>	

Fuente: INDEC.

### Precios y Cantidades exportadas del primer trimestre de 2005. (Var % a/a).

Rubros	Cantidad	Precio
Nivel General	18,9%	-5,3%
Productos Primarios	48,9%	-18,0%
MOA	20,3%	-15,9%
MOI	8,0%	18,1%
Combustibles	-7,9%	12,8%

Fuente: : INDEC y estimaciones propias.

### En materia de precios de exportación, lo peor ya pasó.

La caída experimentada a lo largo del primer trimestre del 2005 en los precios de exportación (-5,3%) está principalmente impulsada por los rubros involucrados en Productos Primarios (-18%) y MOA (-15,9%) ya que tanto los precios de las MOI como de los Combustibles han mostrado significativos incrementos de 18,1% y 12,8% respectivamente.

Las importantes caídas observadas en los precios de los productos agropecuarios, sin embargo, son producto de los excepcionalmente altos precios observados en los primeros trimestres de 2004. A partir de junio 2004 estos precios siguieron una trayectoria decreciente que comenzó a revertirse a comienzos de este año. En efecto, si bien esperamos en nuestro país una cosecha récord, las últimas previsiones del USDA indican una merma en el volumen obtenido en la producción norteamericana que, conjuntamente a los problemas de sequía que afectaron a la cosecha brasileña han presionado a la suba los precios de los principales cultivos y sus derivados a nivel mundial. En consecuencia, la mayor caída de precios agrícolas se registraría en la primera mitad del 2005, mientras que en el segundo semestre se observaría una pequeña mejora en términos interanuales, con lo cual en promedio se produciría una caída de apenas 10% respecto al promedio del 2004.

Las MOI vienen registrando subas de importancia también en precios lo que las vuelve uno de los componentes más dinámicos de las exportaciones en el período reciente, repitiendo la performance del año previo.

Por otra parte, otro de los precios relevantes para el comercio exterior argentino es el del petróleo. Si bien las cantidades exportadas son cada vez menores por falta de nuevas inversiones en el sector que aumenten las reservas, el creciente precio internacional del crudo determina que el monto de las ventas se mantenga elevado. Nuestro escenario para el precio del petróleo prevé que durante el 2005 siga creciendo –en promedio- respecto de 2004 alrededor de un 7,5%.

De todo lo anterior surge que los precios de exportación caerán a lo largo de este año pero en una magnitud menor que la estimada en nuestro informe anterior (-1,8% versus -4,2%).

Para el año 2006, los precios fueron obtenidos a partir de los futuros promedios esperados por el mercado para los principales commodities agropecuarios y petróleo mientras que para el resto adoptamos un criterio conservador que al igual que para la evolución de los precios del período 2007/2008 sigue la tendencia de la inflación internacional.

### Se mantiene el dinamismo en las Importaciones a mediano plazo.

Impulsadas por la recuperación de la actividad económica iniciada en junio de 2002, las importaciones medidas en términos reales crecieron un 172%, pero no lograron aún alcanzar los máximos observados dentro de la Convertibilidad (Junio de 1998), comportamiento que sí se verifica en la trayectoria del PIB. Ello podría explicarse, por el aumento observado no sólo en los precios en dólares de las mismas (determinado por la coyuntura internacional) sino por el aumento del tipo de cambio real lo cual eleva su valor en pesos.

Posterior a 2002, consecuencia del fuerte efecto "rebote" tras la salida de la crisis, la relación real de importaciones a PIB fue bastante más elevada de la observada en períodos de mayor estabilidad según indican nuestros estudios preliminares\*.

Es por ello que nuestras estimaciones para este año se basan en una elasticidad de 2,7, bastante por debajo del 5,4 observado en el 2004. Esta elasticidad de 2,7 sumada al crecimiento esperado de 7% para el PIB

### Importaciones: Índice de Precios y Cantidades – Variaciones anuales en %.

Años	Cantidades	Precios
2002	-54,1%	-3,6%
2003	53,2%	0,3%
2004	49,9%	7,7%
2005(e)	20,0%	5,4%
2006(e)	13,5%	2,8%
2007(e)	10,5%	2,8%
2008(e)	9,6%	2,8%

Fuente: INDEC y estimaciones propias.

\*El valor para la elasticidad, se obtuvo por medio de una función de comportamiento donde las importaciones se explican por PIB e ITCER. Se obtuvieron valores entre 2.5 y 3.2, bastante estables, lo cual hace confiar en la estructura propuesta.

representa un incremento de un 20% de las importaciones en términos reales. Siendo éstas procíclicas por naturaleza, este pronóstico se basa en que todavía nos encontraremos en una fase expansiva del ciclo económico de negocios de Argentina, efecto que se refuerza por la apreciación esperada del tipo de cambio.

En cuanto al componente "precio" de las importaciones, la tendencia a la baja iniciada en 1996, se revirtió en 2002, observándose desde entonces un paulatino crecimiento. De hecho, en el primer trimestre del 2005 los precios de las importaciones aumentaron un 7,7% por impacto del incremento del 18% en los precios de Bienes Intermedios (principalmente commodities semi-manufacturadas). Dado que esta suba de precios ya había comenzado a manifestarse en el segundo semestre del 2004, para el promedio del 2005 esperamos una suba inferior de alrededor de un 5,4%.

De sumar ambos componentes (cantidad y precio para las importaciones), obtenemos un valor anual para el presente año de 28.200 millones de dólares corrientes, ubicándose éste un 26% por sobre lo observado en el año 2004.

Para los años subsiguientes (2006-2008), estimamos un menor efecto "precios" con un aumento promedio del 2,8% anual, similar a la inflación internacional. Con una elasticidad a PIB cercana a 3 y un crecimiento económico que desacelera a un promedio de 3,7%, las importaciones continuarán creciendo aunque a menor ritmo, alcanzando un nivel de US\$ 42.000 millones en 2008.

### La actividad económica se desacelera.

Durante el primer trimestre del 2005, el PIB registró una variación positiva respecto a igual período del año anterior del 8,0%. Sin embargo, este marcado crecimiento interanual se da como resultado del importante arrastre estadístico dejado por el 2004, ya que el incremento marginal del trimestre verificó una significativa desaceleración alcanzando sólo un 0,5% (en términos desestacionalizados) frente al 2,2% de aumento trimestral registrado en promedio durante el año anterior.

Esta desaceleración de la actividad económica se explica principalmente por la mala performance de la inversión que no pudo ser compensada totalmente por el dinamismo observado en las exportaciones netas. En serie desestacionalizada, la inversión exhibe una caída del 1,7% que se explica por los pobres resultados, respecto a trimestres anteriores, tanto en construcción como en la acumulación de equipo durable. Asimismo, la menor importación de equipo durable sumado a los mayores montos exportados, principalmente del sector agrícola (trigo y maíz) y de material de transporte, arrojaron un incremento en la demanda externa neta.

El consumo durante el primer trimestre siguió la evolución del PIB, mostrando un crecimiento, en serie desestacionalizada, de 0,6%, muy inferior al 2,7% promedio trimestral al que venía creciendo en el segundo semestre del 2004. El menor dinamismo del Consumo Privado puede responder a la aceleración de la inflación y a la caída del empleo observados durante los primeros meses del año que impactaron negativamente sobre el ingreso real de los consumidores.

Para lo que resta del año y en particular para el segundo trimestre, estamos proyectando que tanto el Consumo Privado y principalmente la Inversión, recuperen parte del dinamismo que mostraron durante el 2004. En el caso del Consumo Privado el aumento en la masa salarial, tanto en materia de salarios como en el empleo, repercutiría sobre los niveles de consumo. En materia de inversión entendemos que la mala performance observada en el primer trimestre debe ser tomada como transitoria y algunos indicadores de coyuntura (ej. ISAC) estarían avalando esta idea.

Una parte de estas mayores Inversiones se satisfacerían a partir de mayores importaciones de equipo durable importado. Adicionalmente el mayor Consumo también impactaría sobre las importaciones de bienes y servicios. Sin embargo, la cosecha récord de soja y el dinamismo de las exportaciones de origen industrial, principalmente del sector automotriz, permitirían que el sector externo continúe siendo uno de los motores del crecimiento. Así, durante el 2005, las exportaciones sustituirían a la inversión como el sector de mayor expansión de la demanda agregada.

### Precios y Cantidades importadas del primer trimestre de 2005. (Var % a/a).

Rubros	Cantidad	Precio
Nivel General	19,2%	7,7%
Bienes de Capital	21,5%	-4,2%
Bienes Intermedios	9,2%	18,8%
Comb. y Lubr.	9,2%	18,8%
Pzas. y Acc. P/ Bs. de Cap.	30,6%	-0,8%
Bienes de Consumo	25,8%	4,9%

Fuente: INDEC y estimaciones propias.

### Evolución del PIB. Serie desestacionalizada - var. trimestral.



Fuente: INDEC.

### Proyección de la evolución del PIB.

	Arrastre Estadístico	Crecimiento Trim. marginal	Proyección del PIB
2003	0,9%	2,8%	8,8%
2004	3,7%	2,2%	9,0%
2005	3,7%	1,3%	7,0%
2006	2,0%	1,0%	4,5%

Fuente: BBVA Banco Francés.

### Recaudación tributaria. Promedios móviles 12 meses.



Fuente: BBVA sobre datos de AFIP

### Elasticidad Recaudación tributaria a PIB. Var. % interanual. Prom. móviles 12 meses.

En mill. de \$	Recaudación Tributaria	PIB nomina Promedio (e)	Elasticidad
Mar-03	28,6%	27,9%	1,0
Jun-03	45,8%	27,4%	1,7
Sep-03	47,5%	24,3%	2,0
Dic-03	<b>43,2%</b>	<b>20,3%</b>	<b>2,1</b>
Mar-04	37,9%	17,0%	2,2
Jun-04	38,7%	17,4%	2,2
Sep-04	38,8%	19,0%	2,0
Dic-04	<b>36,0%</b>	<b>19,0%</b>	<b>1,9</b>
Mar-05	34,0%	18,9%	1,8
May-05	25,4%	19,0%	1,3
Dic-05 (e)	<b>17,6%</b>	<b>17,7%</b>	<b>1,0</b>

Fuente: BBVA y Ministerio de Economía.

### Principales impuestos. Tasas de crecimiento prom. móviles 12 meses.



Fuente: BBVA y Ministerio de Economía.

En resumen, nuestra proyección para lo que resta del 2005 prevé un crecimiento marginal trimestral en promedio algo por encima del 1,0%, que representa una desaceleración significativa respecto a las tasas observadas durante el pasado año. Si a este crecimiento se le adiciona el importante efecto arrastre dejado por el 2004, el PIB en promedio durante el corriente año verificaría una variación positiva en torno al 7,0% como veníamos sosteniendo.

### El crecimiento de la recaudación tributaria sigue siendo importante, aunque tiende a desacelerarse este año.

La recaudación tributaria ha venido creciendo a tasas excepcionales luego de superada la crisis del 2001/2002. Mirando los promedios móviles de 12 meses la recaudación ha crecido a tasas que superaron el 35% anual hasta el mes de abril y la relación PIB a recaudación tributaria promedió un valor de 2. Tomamos el último año acumulado debido a que de esta forma se neutraliza la estacionalidad que tienen algunos meses, tanto con respecto a los componentes de los ingresos tributarios como a los del gasto en el punto siguiente.

Este desempeño se debió en gran medida a la creación de nuevos impuestos en el período (retenciones a las exportaciones e impuesto a los débitos y créditos) y al repunte que experimentó la actividad económica luego de la crisis.

Ganancias e IVA, han sido los dos impuestos que más han impulsado la recaudación durante el año pasado y representan el 54% del total, pero este año seguramente no veremos aumentos crecientes habida cuenta de que la mayor parte de las ganancias de eficiencia ya se ha incorporado. Con respecto al resto de los impuestos, su crecimiento se ha amesetado como también se observa en el gráfico.

Si bien el desempeño de la recaudación tributaria seguirá siendo muy bueno, el ciclo tenderá a cerrarse y es más posible que la recaudación crezca a tasas más cercanas al crecimiento del PIB en el futuro. Por lo pronto, en mayo último hubo un punto de inflexión, porque aunque la recaudación fue alta en términos nominales (\$12.045 millones), cayó un 3% con respecto a igual mes del año anterior debido a que en ese momento hubo ingresos extraordinarios por impuesto a las Ganancias que no volverán a repetirse.

### En el gasto primario habría poco margen para esperar mayores bajas.

Haciendo un análisis similar para el gasto primario, el mismo ha venido creciendo aproximadamente a tasas del 25%. Estimamos que el gasto primario crecería un 19,4% este año, la desaceleración se explica principalmente porque hay menos transferencias automáticas a provincias, gastos que están ligados a la recaudación tributaria que como ya comentamos crecería a un ritmo más suave.

Abriendo por componentes, se destacan varios puntos. En primer lugar, las remuneraciones y jubilaciones y las transferencias al sector privado crecen a tasas bajas del 15%. Como ambos componentes concentran el 50% del gasto primario total, es primordial que para mantenerlo controlado no haya desbordes en estos rubros. Las transferencias a provincias en concepto de Coparticipación y Leyes especiales son los gastos más dinámicos, pero debido a que por norma son un porcentaje de la recaudación tributaria que ha evolucionado con mayor rapidez. Por último, el resto de los rubros de gasto que abarcan principalmente bienes y servicios y gastos de capital son el componente más volátil y muestran una tendencia creciente, sin embargo, sólo representan un 20% del gasto primario total. Dentro de los mismos se computan los subsidios por la crisis energética que se arrastra desde el año pasado.

## ¿Hay cabida para sostener un superávit primario del 3% del PIB a mediano plazo?

Con el tema del default de la deuda resuelto en gran medida durante este año, el gobierno debería ser capaz de sostener la solvencia fiscal de manera que pueda afrontar el pago de intereses y además, bajar en alguna medida el endeudamiento neto del país dado que mercados de capitales todavía no estarán abiertos a pleno para la Argentina y será la forma de ganar cierta credibilidad. Sin embargo, difícilmente el resultado fiscal se mantenga en los extraordinarios niveles logrados el año pasado y éste.

La carga anual por intereses de la deuda performing, incluyendo la nueva deuda reestructurada, estará en alrededor de 1,5 puntos del PIB anual los próximos 5 años, mientras que las amortizaciones de principal (excluimos deuda con organismos multilaterales), aunque varían según los años, en general no bajan de 2 puntos del PIB en el mismo período. En suma, sería necesario lograr un superávit mínimo de 3 puntos del PIB suficiente para pagar los intereses y reducir en algún grado el stock de deuda.

Durante el año 2005, de acuerdo a la estimación de ingresos y gastos que comentamos, el superávit primario del sector público nacional podría alcanzar 3,7 puntos del producto. Proyectamos para los siguientes años un sendero de crecimiento de los ingresos totales que se mantiene constante en términos del PIB. Este supuesto parece razonable dado que los ingresos totales ya crecieron más de 3 puntos del PIB desde 1999 (el período de la convertibilidad previo a la crisis) y esto se debió a la implementación de nuevos impuestos como a mejoras en la eficiencia recaudatoria. Creemos que es baja la probabilidad que estos factores sigan operando a mediano plazo.

En cuanto al gasto primario, su evolución fue mucho más moderada: sólo en el 2004 logró recuperarse ligeramente por encima del nivel que tenía en 1999 en términos del PIB. En esta situación, el gasto tendría capacidad de crecer casi 1 punto del PIB para que el superávit primario no bajase de 3% a mediano plazo. De allí en más, ambas variables deberían variar a igual tasa para que dicho resultado sea sustentable.

Del análisis se infiere que si prevalece la voluntad política de mantener este superávit, más allá de acontecimientos exógenos que no estén bajo control, será difícil que a corto plazo se tomen algunas medidas, como por ejemplo, la eliminación de los impuestos distorsivos o que se dispongan aumentos indiscriminados en los rubros más sensibles del gasto. Además, sería necesario lograr algún tipo de acuerdo con el FMI por el cual se lograse la refinanciación de la deuda con los organismos multilaterales.

### Inflación: mejor desempeño en el segundo trimestre.

Durante los cinco primeros meses del 2005 el IPC acumula un crecimiento de 5,2% y una tendencia mensual (1,0%) que duplica a la registrada durante el pasado año (0,5%).

La aceleración de la tendencia inflacionaria en lo que va del año puede explicarse a partir de lo ocurrido durante el primer trimestre, ya que éste registró tasas, en promedio, superiores al 1,3%, mientras que las variaciones mensuales observadas durante abril y mayo no son significativamente diferentes de las del 2004.

Al analizar la evolución de la inflación subyacente, es decir la que elimina los rubros que muestran estacionalidad o están regulados por el gobierno, se observa un comportamiento similar a lo acontecido a nivel general, por lo cual la trayectoria comentada no respondería a causas estacionales.

El rubro que empujó el índice en los primeros tres meses del año fue Alimentos y Bebidas mientras que en lo que va del segundo trimestre el mismo pierde significancia pasando a ser los rubros relacionados con servicios los que a partir de abril lideran el aumento del índice.

En nuestra opinión, la política monetaria y fiscal expansiva implementada en la última parte del 2004 habría dado lugar las presiones de demanda que repercutieron sobre el IPC y la corrección de las mismas en los primeros meses del año ayudarían a explicar la desaceleración comentada de la inflación.

### Gasto primario.

Promedios móviles 12 meses.



Fuente: BBVA y Ministerio de Economía.

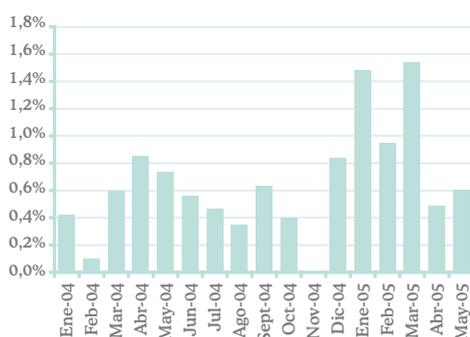
### Resultado primario sector público nacional. Evolución de ingresos y gastos necesarios para alcanzar un superávit de 3% del PIB.

En mill. de \$	Ingresos Totales/PIB	Gasto primario Total/PIB	Resultado Primario/PIB
1999	20,3%	19,0%	1,2%
2000	19,6%	18,6%	1,0%
2001	18,8%	18,2%	0,6%
2002	17,6%	16,9%	0,7%
2003	20,5%	18,2%	2,3%
2004	23,5%	19,6%	3,9%
2005 (e)	23,5%	19,9%	3,7%
2006 (e)	23,5%	20,1%	3,4%
2007 (e)	23,5%	20,6%	3,0%
2008 (e)	23,5%	20,6%	3,0%
Var. 2004-1999	3,2	0,6	
Var. 2008-2004	0,0	0,9	

Fuente: BBVA y Ministerio de Economía.

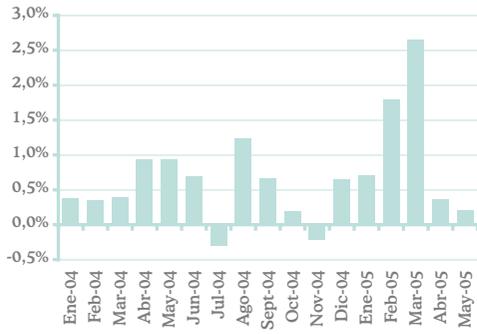
### Evolución del IPC.

Variaciones m/m - serie original.



Fuente: INDEC.

**Evolución de Alimentos y Bebidas.**  
Variaciones m/m - serie original.



Fuente: INDEC.

En este sentido, de mantenerse la tendencia observada en abril y mayo durante el resto del año la inflación cerraría el 2005 en un nivel algo inferior al 10%. Sin embargo, mantenemos nuestra proyección de 10,9% ya que entendemos que existen varios factores que podrían incrementar las presiones inflacionarias, entre los que figuran:

- Posible expansión del gasto público de cara a las elecciones de octubre.
- Cambio en la actual política monetaria de reducción del incipiente exceso monetario.
- Incrementos en los niveles de demanda por recomposición salarial.

## Mercado de Trabajo, Distribución del Ingreso y Niveles de Indigencia y Pobreza (un ejercicio de proyección).

Jorge Lamela

jorge.lamela@bancofrances.com.ar

### 1. Objetivo.

El objetivo del presente trabajo es analizar si la distribución regresiva del ingreso junto con el aumento observado en los niveles de pobreza producidos en la última década tienen un carácter transitorio o más permanente. La respuesta a este interrogante tiene profundas implicancias tanto económicas como sociales. La evolución de los ingresos de la población está íntimamente asociada a la demanda de bienes y servicios que la población podrá efectuar y la mayor o menor exclusión afectará el nivel de asistencialismo que el Estado deberá encarar para enfrentar la emergencia.

### 2. Introducción.

La grave situación laboral y social por la que atraviesa Argentina es el resultado de una serie de factores que se fueron acumulando desde hace más de una década:

a) Durante los años '80 se observó una tendencia ascendente en el desempleo y un incremento en el empleo informal, sólo detenido durante los años de recuperación del período '85/87.

b) A ello se sumaron los profundos cambios introducidos en el modo de funcionamiento de la economía durante los años '90. El establecimiento de un régimen de estabilización que fijaba el tipo de cambio al dólar atrasó el precio de los bienes transables respecto de los no transables. Además, la mayor apertura de la economía impactó fuertemente principalmente sobre el sector industrial. Asimismo, existió un encarecimiento del trabajo con respecto a los bienes de capital, lo que redundó en la adopción de tecnologías menos intensivas en el factor más caro, el trabajo. Ello conjuntamente con el proceso de privatizaciones encarado por el Gobierno significaron en el mercado laboral la pérdida de numerosos puestos de trabajo.

c) La recesión que atravesó el país a partir del II trimestre '98 y que se prolongara y profundizara con la crisis terminal de la Convertibilidad hacia fines de 2001 y su traumática salida en el 2002, terminaron de definir un mercado laboral con elevadísimas tasas de desempleo y alta informalidad en la contratación de trabajadores.

Dentro de la fuerte depresión del 2002, la implementación del Plan Jefas/Jefes de Hogar fue un paliativo ante la emergencia social del momento.

Los años siguientes 2003-04 han sido de fuerte recuperación económica con un impacto positivo en los niveles de ocupación y una mejora de los salarios reales. El empleo tuvo un alto crecimiento con una elasticidad empleo/PIB de alrededor de 1, con lo cual acompañó al fuerte recupero de la actividad económica, lo que redundó en una importante baja en el nivel promedio de desocupación que se ubicó en el año 2004 en el 13,6%.

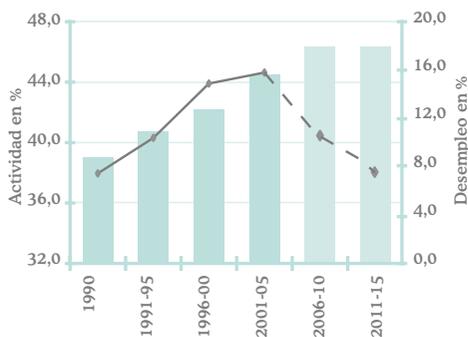
El incremento en la Tasa de Actividad (en promedio se ubica en el 45,8% en el período 2003/2004) refleja no sólo la mejor captación de los oferentes que se introdujo tras la implementación de la encuesta trimestral, sino también la incorporación como ocupados y por ende activos de los beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar que realizan una contraprestación laboral.

### 3. Proyección 2005-2015 de los niveles de empleo.

Al igual que en el análisis precedente para las proyecciones se tomarán las tasas que surgen de la EPH que corresponden a la población urbana de 28 aglomerados relevados y se extrapolarán para el total de la población del país haciendo abstracción de las diferencias, por razones de simplicidad, entre la población urbana y rural, como así también del comportamiento diferenciado del aglomerado del Gran Buenos Aires y de los Aglomerados del Interior del País que más se asemejan en su comportamiento a los aglomerados no relevados por la encuesta.

En lo que respecta a la tasa de crecimiento poblacional tomamos en consideración la tasa de crecimiento vegetativo que surge de los resultados

### Evolución Mercado Laboral.



■ Actividad  
 ↗ Desempleo

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

### Ciclos de expansión.

	Δ PIB	Δ Empleo	Elasticidad
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	18,6%	19,1%	1,03

Fuente: BBVA Banco Francés.

### Evolución Salario Industrial Real. Promedios anuales.



Fuente: INDEC.

alcanzados en el último Censo Poblacional realizado en el año 2001, es decir un 1,1% anual.

Se adoptan tres supuestos claves sobre: Tasa de Actividad, Elasticidad Empleo/PIB y cantidad de Planes Jefas/Jefes de Hogar que se absorben por año. El ejercicio está construido sobre un escenario macroeconómico de crecimiento del PIB proyectado a largo plazo en un trabajo anterior<sup>2</sup>, con la corrección al alza que ahora contemplamos en nuestras nuevas estimaciones para los años 2005 y 2006, que ubicamos en el 7,0% y el 4,5% anual, respectivamente.

Se adopta un crecimiento de la Tasa de Actividad del 1% al cabo del período distribuida linealmente con lo cual se intenta captar la experiencia internacional que muestra una mayor participación de la mujer en la fuerza de trabajo en las economías de mayor desarrollo. Si bien el 1% puede parecer bajo, la razón para su adopción se basa en el hecho que pensamos que parte del aumento ya se produjo con la incorporación de los beneficiarios de subsidios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar.

El otro supuesto adoptado tiene que ver con la elasticidad Empleo/PIB. Nuestra estimación es que la observada en los últimos años cercana a la unidad no es sostenible en el mediano plazo y que luego de un año de transición del 0,7, elegimos un nivel promedio al observado en otros ciclos de crecimiento económico, excluyendo el 90/94 y el 2002/2004 por considerar que ambos tuvieron valores extremos por características propias de los mismos.

Finalmente, consideramos que la mayor Demanda laboral que surge de las condiciones anteriores (elasticidad Empleo/PIB y ritmo de crecimiento del PIB) se verá reducida por una paulatina incorporación de trabajadores beneficiados del Plan Jefas/Jefes de Hogar que realizan una contraprestación laboral y que están considerados como ocupados en las Tasas de Empleo de la EPH a razón de 100 mil personas por año, desde el 2005 hasta el 2010 inclusive.

### 4. Salarios: estado de situación y perspectivas.

Las estadísticas oficiales sobre salarios tienen grandes limitaciones. Entre otras series se puede utilizar el Salario Medio Industrial del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) y las Remuneraciones que elabora la AFIP sobre la base de la información del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. La primera tropieza con el problema de referirse sólo al sector industrial, que no pueden extrapolarse al conjunto de la economía. En el caso de las segundas, si bien éstas cubren a todos los sectores productivos no constituyen precisamente un indicador de salarios ya que surgen de la división de la masa salarial por la cantidad de empleados en cada actividad.

En ambos casos se trata de los ingresos de los trabajadores formales, cuando de acuerdo a lo comentado más arriba, la evolución de la informalidad en el período resultó muy importante.

Dadas las limitaciones anteriores preferimos utilizar como aproximación de los ingresos de los asalariados durante el período los datos que surgen de la EPH de la información catalogada como Ingreso por Ocupación Principal.

Estos datos se disponen para el período 1993-2002 discriminando la evolución de los ingresos percibidos por trabajadores formales e informales para cada onda de la EPH (mayo y octubre), lo cual permite estimar el ingreso total porque se conocen las respectivas participaciones en el mercado formal e informal.

A partir del 2003 utilizamos el Índice de Salarios que comenzó a publicar el Indec y que también contempla la evolución de los salarios de los trabajadores formales e informales.

A fines de proyectar la evolución del salario real para el próximo decenio encontramos dificultades si deseamos extrapolar el comportamiento de la

<sup>2</sup>Ver Situación Argentina N° 1 – Año 1 – I Trimestre. Capítulo de Entorno Macroeconómico, el punto "Una visión del PIB a largo plazo".

última década, porque los distintos shocks que atravesó la economía argentina apartaron la evolución del salario real de la productividad de los asalariados. Más aún el salario real ha tenido una caída del 2,9% anual en los últimos 11 años.

En nuestro escenario base esperamos que la economía argentina en los próximos 10 años tenga un comportamiento menos errático manteniéndose algunas políticas fundamentales, principalmente superávit fiscal y tipo de cambio real alto. En este entorno suponemos que el salario real crecerá siguiendo la tendencia del PIB per cápita, aumentando un 2,5% promedio anual en términos reales, porcentaje levemente superior a la Productividad Total de los Factores (PTF) estimada en 1,7% anual.

## 5. El empeoramiento en la distribución del ingreso tiene un carácter más permanente.

Las últimas cifras publicadas de distribución del ingreso corresponden al año base de elaboración del PIB en 1993. En ese momento, la participación de los asalariados y trabajadores por cuenta propia ascendía al 47,4% del total de ingreso generado en el año.

Para actualizar las cifras de distribución del ingreso desde 1993 al 2004 utilizamos los ingresos medios obtenidos en el punto anterior, que incorporan también a los trabajadores por cuenta propia bajo el supuesto de que su evolución sigue a la de los trabajadores formales y los niveles de empleo que surgen del promedio anual de las dos ondas que se realizaron en cada período.

Este ejercicio de actualización muestra que la participación de los trabajadores en el PIB se redujo a lo largo del período, tendencia que se agravó considerablemente en el año 2002, para luego recuperarse lentamente. Ello es producto tanto de la pérdida de puestos de trabajo como del deterioro de las remuneraciones medias de los trabajadores.

Al año 2004, la participación de los trabajadores asalariados y por cuenta propia en el ingreso se ubicaba de acuerdo con nuestros cálculos en 34,3%. Si el mismo ejercicio se elaborara tomando en consideración la información de la AFIP antes mencionada para el caso de los trabajadores formales y los no asalariados y para los informales la procedente de la EPH se alcanzaría un resultado superior en un 2% en la participación en el producto.

Lo importante por supuesto en este tipo de ejercicios es marcar la tendencia más que defender un número de participación en particular.

Para la proyección de la masa salarial que conjuntamente con las estimaciones del PIB determinarán la futura participación de los asalariados y trabajadores por cuenta propia en el mismo, se tomó en consideración el escenario de evolución de empleo y salarios que mencionáramos más arriba.

## 6. Indigencia y Pobreza: Metodología de medición y niveles.

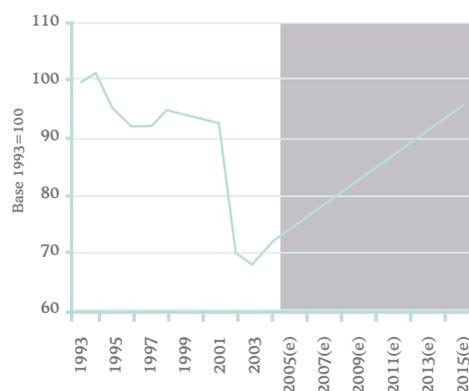
### Metodología.

Se parte de la definición de una Canasta Básica de Alimentos de costo mínimo (CBA) determinada en función de los hábitos de consumo de la población en base a los resultados de la Encuesta de Gastos e Ingresos de los Hogares de 1985/86. Una vez definidos los componentes de la CBA por sus requerimientos normativos y kilocalóricos proteicos imprescindibles se procede a valorizarlos con los precios relevados por Índice de Precios al Consumidor (IPC) para cada período de medición.

Las necesidades nutricionales de cada individuo son diferentes según la edad, el sexo y la actividad que desarrollan, por lo cual es necesario confeccionar una tabla de referencia que adecue las características de cada individuo.

De esta manera, los hogares se clasifican por la cantidad de unidades consumidoras que suman, de acuerdo con los miembros que tienen, con lo

## Ingresos Reales por Ocupado EPH.



(e)=estimado.

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de Ministerio de Trabajo INDEC y elaboración propia.

## Ingreso Real de Asalariados.

1993	100,0
2002	70,1
2004	72,3
2010 (e)	85,3
2015 (e)	95,7

(e)=estimado.

Fuente: BBVA Banco Francés.

## Participación de los asalariados en el Ingreso.



(e)=estimado.

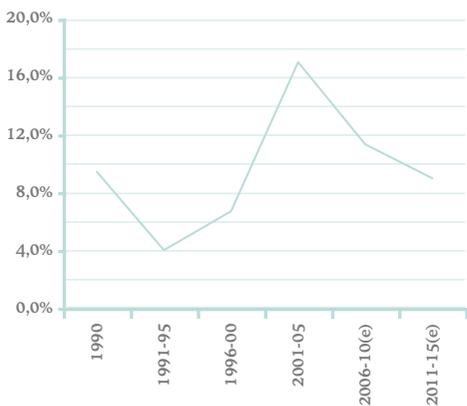
Fuente: Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de Cuentas Nacionales, INDEC y elaboración propia.

En pesos.

	Nivel de Indigencia	Nivel de Pobreza
Adulto equivalente	114,2	250,1
Familia Tipo	352,8	772,7

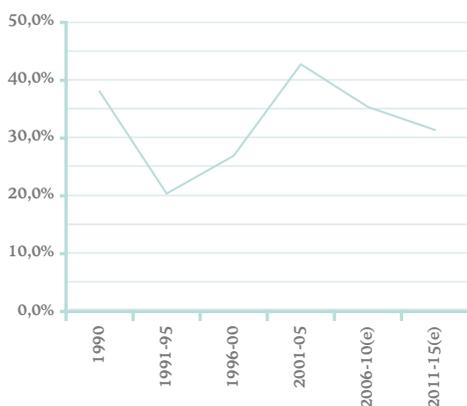
Datos a abril de '05.  
Fuente: INDEC.

Porcentaje de Personas por debajo de la Línea de Indigencia.



(e)=estimado.  
Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC y proyecciones propias.

Porcentaje de Personas por debajo de la Línea de Pobreza.



(e)=estimado.  
Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC y proyecciones propias.

cual se tiene una canasta de alimentos capaz de satisfacer un umbral mínimo de necesidades.

Tomando en cuenta si los ingresos del hogar alcanzan o no a cubrir esa "línea de indigencia" que constituye el valor de la canasta mínima de cada hogar se las clasifica en indigente o no.

Para la medición de la pobreza, se toma en cuenta el concepto de "línea de pobreza", que consiste en una canasta de bienes y servicios que satisfacen necesidades alimentarias y no alimentarias consideradas esenciales. Nuevamente, que los ingresos del hogar superen o no la "línea de pobreza" se los clasificará en pobres o no.

Evolución de los niveles.

De acuerdo con los datos correspondientes al segundo semestre de 2004 el número de hogares indigentes en los 28 aglomerados urbanos relevados ascendía a 751 miles de hogares (10,7%) con una población de 3.515.000 personas (15,0%).

En el caso de la "línea de pobreza" la cantidad de hogares que se encontraban por debajo de la misma sumaban 2086 miles (29,8%) y la población ascendía a 9.398.000 personas (40,2%).

En cuanto a las perspectivas de evolución de los indicadores de Indigencia y Pobreza en el período bajo análisis, hemos procedido al igual que en el caso del empleo a observar como evolucionaron las elasticidades respectivas con respecto a las variaciones del PIB en los ciclos de expansión.

Ciclos de expansión. Variación por período.

	Indigencia	Pobreza	PIB	Elast. Ind./PIB	Elast. Pob./PIB
1994/1990	-64,4%	-53,9%	33,8%	-1,90	-1,60
1998/1996	-15,3%	-8,1%	12,3%	-1,24	-0,66
2004/2002	-38,4%	-22,7%	18,1%	-2,12	-1,25

Elegimos el año 1996 como inicio del segundo período porque es el punto donde se alcanza el mayor nivel de los índices de indigencia y pobreza en esa etapa, si bien el piso de la actividad económica se ubica un año antes.

Los períodos extremos (1994/1990 y 2004/2002) muestran las elasticidades más altas vinculadas seguramente con niveles más elevados de inflación de alto impacto sobre los valores de las canastas. Es por ello que preferimos para hacer nuestras proyecciones ubicarnos con el resultado logrado en el período 1998/96 que por sus características podemos asimilar más al contexto que esperamos que prevalezca en los próximos años, si bien la inflación esperada sería más alta que la registrada en el período intermedio.

En el cuadro adjunto se exponen los resultados de considerar esos valores de elasticidad con respecto a los niveles de actividad en el contexto que tenemos trazado de evolución del PIB.

La evolución mostrada en el cuadro constituye otra faceta de los profundos cambios socioeconómicos producidos en la Argentina, que han empobrecido a amplias capas de la población. La evolución regresiva del ingreso que observábamos en el punto anterior tiene su correlato con la lenta mejora en los índices de indigencia y pobreza que se proyectan, que arrojan como resultado luego de una década de mejoras, niveles superiores a los promedios de la década anterior.

7. Conclusión.

Las principales conclusiones se pueden ver numéricamente en la Tabla de más abajo. Lo relevante es que en el 2015 aún con recuperación del salario real y una desocupación que vuelve a los niveles de comienzos de los '90, la participación de los asalariados en el ingreso queda a niveles más bajos y la pobreza e indigencia más altas. Ello es consecuencia de la informalidad del mercado de trabajo donde la calificación laboral es muy baja y el salario menor.

VARIABLES	Unidad	1990	1997	2002	2004	2010(e)	2015(e)
Población Económicamente Activa (PEA)	(Miles de personas)	12.559	14.650	15.520	17.200	18.568	19.788
	(% de la pob. total)	39,1	42,2	42,4	46,0	46,6	47,0
Población Empleada	(Miles de personas)	11.610	12.477	12.478	14.859	16.717	18.342
	(% de la pob. total)	36,1	35,9	34,1	39,7	41,9	43,6
Población Desempleada	(Miles de personas)	949	2.173	3.042	2.341	1.851	1.445
	(% de la PEA)	7,6	14,8	19,6	13,6	10,0	7,3
Ingreso Real Asalariados	(1993=100)	n.d.	92,3	70,1	72,3	85,3	95,7
Participación Asalariados en el PIB	(en %)	n.d.	38,5	33,8	34,3	35,1	36,5
Población bajo la Línea de Indigencia	(Miles de personas)	3.071	2.103	8.685	5.465	4.135	3.511
	(% de la pob. total)	9,6	6,1	23,7	14,6	10,4	8,3
Población bajo la Línea de Pobreza	(Miles de personas)	12.253	9.089	19.056	15.047	13.420	12.637
	(% de la pob. total)	38,1	26,2	52,0	40,2	33,6	30,0

La población bajo la Línea de Indigencia y bajo la Línea de Pobreza fue calculada extrapolando los resultados del Aglomerado Gran Buenos Aires al Total País por no disponerse de cifras.  
Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC.

Las proyecciones efectuadas nos permiten afirmar que la presencia del Estado asistiendo a amplias capas de la población se prolongará en el tiempo, a la vez que sería deseable el diseño de una activa política pública que se extendiese también hacia la formación de los recursos humanos que permita enfrentar las nuevas necesidades tecnológicas como así también la reconversión de trabajadores a distintas especialidades que el mercado ahora necesite.

## 4. Entorno Financiero

### El conflicto de objetivos del Banco Central.

Como anticipábamos en nuestro último informe, el Banco Central enfrentó finalmente un conflicto de objetivos entre las variables que están bajo su influencia: inflación, tasa de interés y tipo de cambio. Mientras que durante casi todo el 2004 fue posible mantener dentro de los objetivos gubernamentales todas las variables, ya desde fines de ese año la situación fue más difícil de pilotear y predominó el objetivo "tipo de cambio nominal alto" abriendo dudas sobre las metas de inflación.

En efecto, en el último año la tasa de inflación (acum. últimos 12 meses) y las tasas de interés de intervención del Banco Central mostraron aumentos, en tanto que el tipo de cambio apenas si varió, manteniéndose dentro del rango 2,9/3,0 pesos por dólar.

Sostener el tipo de cambio alto implica un Banco Central que compra todas las divisas excedentes del sector privado. En los dos últimos meses este excedente tuvo un aumento récord por entrada de capitales debido a la finalización del default y expectativas de mayor apreciación real del peso. El riesgo de seguir esta política pasivamente es que la oferta monetaria pueda llegar a aumentar por encima de la demanda deseada del público con efectos negativos sobre la tasa de inflación. Algo de esto puede haber ocurrido entre fines del 2004 y el primer trimestre de este año, aunque el Banco Central neutralizó la emisión con colocación de letras en el mercado a costa de aumentar la tasa de interés. La absorción realizada por esta vía en los primeros 5 meses del año alcanzó a casi \$ 4.000 millones, cifra equivalente a la de todo el año anterior con lo que el esfuerzo se multiplicó. También el sector financiero colaboró cancelando redescuentos por un monto similar.

Si bien durante el primer trimestre del año la base monetaria se había contraído \$ 2.275 millones, posteriormente la política monetaria fue parcialmente relajada ante el creciente flujo de dólares. La base monetaria amplia volvió a fines de mayo a los altos niveles de fin de diciembre y se encontraría más cerca de la banda superior de la meta del segundo trimestre del año. Si esta situación continúa, será necesario un esfuerzo de absorción adicional para el cumplimiento del programa monetario del 3º trimestre.

### Los agregados monetarios del sector privado siguen creciendo a tasas mayores que el crecimiento de la economía.

Como ya comentamos, el Banco Central se mantuvo relativamente prudente en el manejo de la emisión de dinero primario puesto que la base monetaria amplia ha venido creciendo a tasas del 8% en base interanual. Paralelamente, el circulante en poder del público y el M2 privado crecen a tasas que superan el 20%. Se destaca que entre abril y mayo, todos los agregados aumentaron sus tasas de crecimiento.

Aún con una política monetaria más prudente, los depósitos del sector privado y en particular los depósitos a la vista, han continuado creciendo este año a tasas notables puesto que en 5 meses han aumentado en volumen casi como todo el año anterior. Por un lado, el efecto redistribución a favor del sector público se revirtió puesto que las mayores obligaciones de deuda y el agotamiento del financiamiento del Banco Central vía adelantos al Tesoro Nacional no han permitido acumulación de fondos en cuentas de depósitos oficiales este año. Por otro lado, la contracción de base ha actuado esencialmente eliminando parte del excedente de liquidez de los bancos (fondos que de hecho no estaban aplicados y se encontraban por encima de las exigencias de efectivo mínimo del BCRA) y no sobre el circulante en poder del público que siguió aumentando.

En caso de ser necesario actuar sobre los agregados del sector privado con mayor firmeza y desacelerar su tasa de crecimiento, la estrategia de

### Factores de variación de la BMA. Enero-Mayo 2005.

	mill. \$
Sector externo	8.231
Crédito interno neto	-8.566
Sector público	-333
Sector financiero	-3.636
Letras	-3.967
Otros	-630
<b>Total BMA</b>	<b>-335</b>

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

### BMA y metas del progreso monetario.



Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

contracción de base monetaria debería ser más agresiva en el sentido de acercarse a la banda inferior del actual programa monetario, de manera que se tendiese a anular el exceso de liquidez del sistema que está por encima de las exigencias de efectivo mínimo.

### Tasa nominal y real de interés de Argentina.

#### El mercado de tasas de interés para plazos fijos está muy segmentado.

Las tasas para clientes minoristas (plazos fijos menores a \$ 1 millón), que corresponden actualmente a un 60% del total de los plazos fijos, han sido muy estables. No ocurre lo mismo con las tasas mayoristas, y entre ellas, las correspondientes a la banca pública y la banca privada. La diferencial entre estas últimas se justifica por el hecho de que se ha concentrado un exceso de liquidez en la banca pública, beneficiaria del superávit fiscal de los gobiernos Nacional y Provinciales, mientras que la liquidez excedente que mantienen los bancos privados ha demostrado ser más volátil.

#### ¿Por qué las tasas de interés reales en Argentina son negativas?

Desde hace más de un año, la tasa promedio testigo del sistema financiero (plazo fijo a 30 días en pesos), se ha mantenido aproximadamente constante, en niveles nominales que casi no superaron el 3%. Esta tasa es un promedio de todos los plazos fijos de ese plazo incluyendo mayoristas y minoristas de las bancas pública y privada. Por otro lado, la tasa real de interés se mantiene negativa desde el año pasado en el rango de 4%/5%, dado que la tasa de inflación esperada para los próximos doce meses, según datos del consenso del Banco Central, casi no ha bajado del 7% y a fin de mayo era del 8,6%.

Hay 3 factores que contribuyen al mantenimiento de tasas reales de interés negativas:

- 1) Como vimos, el total del sistema financiero mantiene actualmente el 20% de sus depósitos en posiciones líquidas (cuenta corriente en el BCRA, efectivo en caja y pases pasivos). La relación ha llegado a alcanzar el 24% últimamente, mientras que la exigencia de efectivo mínimo promedio de los depósitos que obliga a mantener el Banco Central ha oscilado entre el 15% y el 17% de los mismos. Así, el exceso de liquidez del sistema financiero ha rondado los \$ 6.000 millones -en promedio- en el último año, impidiendo una suba de la tasa de interés más en línea con la evolución de la inflación.
- 2) La relativa estabilidad del TCN ha provocado que el costo de oportunidad de posicionarse en dólares sea elevado, aún con tasas reales de interés negativas en pesos.
- 3) Durante todo el 2004 el Banco Central lideró una baja en las tasas de interés a través de las colocaciones semanales de Lebac y Nobac. Esto ha contribuido a mantener las tasas del mercado sin presiones fuertes a la suba. Actualmente esta política se ha revertido, pero no con la suficiente fuerza para que la tasa real pase a signo positivo.

#### Perspectivas de la tasa real de interés a mediano plazo.

a) En un estudio realizado sobre los determinantes de la tasa real de interés y las probabilidades de que esta situación se pueda extender en el tiempo, se trabajó con un modelo para un país como Argentina, de economía pequeña y abierta donde existe sustitución de monedas en la cartera de los residentes. Los agentes económicos atesoran billetes dólar o bien depositan dólares en cuentas bancarias en el exterior. Entonces, la tasa de interés en pesos viene determinada por dos factores: la tasa de interés internacional y las expectativas de devaluación. Los modelos estarían indicando que las tasas nominales deberían ajustarse al alza para acercarse al equilibrio de largo plazo y durante el 2006 podrían transformarse en positivas.

b) El Banco Central revirtió su política monetaria, con la aceleración de la tasa de inflación y la necesidad de esterilizar el fuerte excedente de dólares monetizados provenientes del sector externo, este año implementó una política de suba de tasas ya que la mayor inflación estaría dando señales de que el ciclo de aumento de demanda de dinero estaría agotándose. Como consecuencia, las tasas de las Lebac en pesos para los plazos cortos (menos de 90 días) aumentaron unos 250 BP este año. Estimamos que el Banco Central continuará con su política monetaria más contractiva e impulsando esta suba gradual de tasas de interés. De esta forma, la brecha

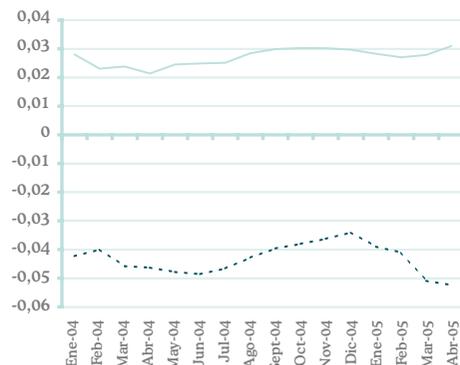
### Liquidez y Depósitos.

pdio. mes en mill. de \$	Liquidez total en \$ 1/	Depósitos totales en \$	Liquidez/ Depósitos	Circulante en poder del público
Dec-04	24.384	102.883	23,70%	31.898
Mar-05	22.526	107.156	21,02%	32.669
May-05	22.605	110.783	20,40%	33.654
var. 2005	-7,3%	7,7%	-13,9%	5,5%

1/ Cuenta corriente en pesos del BCRA, efectivo en caja y pases pasivos.

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

#### Tasa nominal y real de interés. Calculada usando la tasa de inflación esperada próximos 12 meses del REM.

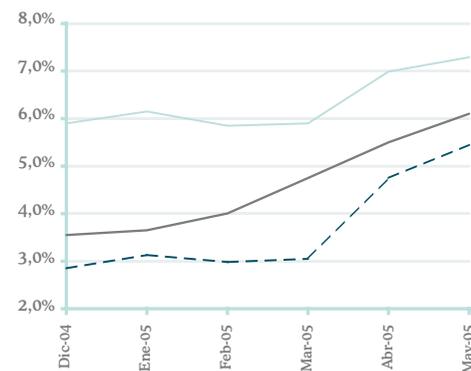


— Tasa PF 30 días en \$ pdio. mes  
 ---- Tasa Real de Interés

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA. REM: relevamiento de expectativas de mercado del BCRA.

### Tasas de licitaciones de Lebac.

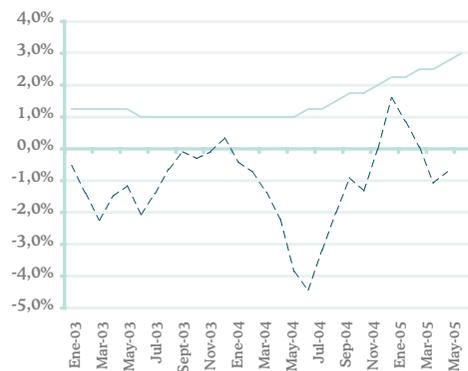
Última licitación de cada mes.



---- Plazo 56 días  
 — Plazo 84 días  
 — Plazo 365 días

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

USA - Tasa nominal y real de interés.



— Tasa Fed Funds

.... Tasa Real 1/

1/ Calculada usando IPC últimos 6 meses anualizados.

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

entre tasa de interés e inflación tenderá a reducirse progresivamente en el curso de este año, aunque probablemente no llegue a cerrarse a corto plazo.

El fenómeno de tasas de interés reales negativas no es sólo local.

La economía americana también está atravesando un período de tasas reales negativas. Las tasas internacionales se encuentran en niveles nominales todavía relativamente bajos actualmente (3% tasa Fed Funds), pero están atravesando un ciclo de suba (llegaron a tocar el 1% hace un año) mientras que la inflación no ha superado el 3%.

La Fed está llevando a cabo una política de subas graduales de la tasa de intervención y el Servicio de Estudios del BBVA proyecta una tasa del 4% para fines de este año, con lo que la tasa real estaría pasando a una zona casi neutra como se observa en el gráfico.

## Inflación 2005. ¿Qué dirían los Monetaristas?

Dentro de las distintas teorías económicas de Inflación, el **Modelo de Desequilibrio Monetario** supone a la misma como un fenómeno puramente monetario, es decir que, en presencia de excesos de oferta real de dinero (desequilibrio positivo), estos se absorberían a través de una mayor inflación.

Formalmente el modelo expresa a la inflación actual en función de rezagos de la misma variable y de rezagos de desequilibrio monetario. La razón para incluir los primeros radica en la idea de componente "inercial", esperando que esta relación sea positiva, ya que a mayor inflación pasada se esperaría mayor inflación actual. El motivo para incluir los segundos se basa en la idea monetarista explicada anteriormente. Es importante notar que estos sólo pueden incluirse rezagados (y no en forma contemporánea) a fin de evitar problemas de simultaneidad en la ecuación propuesta.

Definido el modelo, se debe buscar una medida apropiada de desequilibrio monetario. La definición de dinero está dada por M2 del sector privado, incluyendo las cuasimonedas (mientras éstas estuvieron en circulación) para el período 1993:1 2005:1 (datos trimestrales).

Este desequilibrio se define como Oferta Real - Demanda Real, siendo oferta el dinero observado deflactado por el índice de precios minoristas y demanda (no observada) la estimada a través de dos modelos: **un modelo de series de tiempo<sup>1</sup>**, y **un modelo que surge de la teoría económica**. Al trabajar con dos medidas alternativas de demanda real (y por lo tanto de desequilibrio de dinero) se llegará a su vez, a dos modelos de inflación denominados A y B de aquí en adelante.

Finalmente se proyectan la oferta y demanda real<sup>2</sup> de dinero en base a varios supuestos (se pueden consultar en el recuadro metodológico), arrojando el modelo una tasa de inflación minorista estimada para el año 2005 de entre 9.5% y 10.9%.

### Principales Resultados:

- a) La Demanda Real de Dinero M2 crecería este año (4<sup>T</sup>:05/ 4<sup>T</sup>:04) en el rango de 4% al 9%, lo cual es consistente con la mayor demanda deseada de dinero en pesos que resulta del superávit en dólares de la balanza cambiaria del sector privado. También se observa que el desequilibrio monetario disminuye a lo largo del 2005. El modelo A arroja incluso una demanda excedente de dinero en el segundo semestre del 05, pero estos resultados se deben, además del aumento de la demanda deseada de pesos, a que el modelo estima, en una primera corrida, una inflación elevada la cual ayuda a "quemar" en términos reales el exceso de oferta nominal de dinero.
- b) Se observa un aumento del exceso de dinero en el 1<sup>T</sup>:05 a pesar de la disminución de base monetaria por parte del BCRA. Ello se explicaría por el fuerte efecto redistribución a favor de los depósitos privados, consecuencia de la disminución de los depósitos oficiales.
- c) Ambos Modelos incluyen hasta dos rezagos de inflación, y entre 3 y 5 rezagos de desequilibrio. Tratándose de datos trimestrales, esto implica entre 3 y 6 meses para la inflación y entre 12 y 15 meses para el desequilibrio monetario, lo cual es coincidente con estudios previos realizados para economías desarrolladas.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Cfr Servicio de Estudios Económicos BBVA, Recuadro de Desequilibrio Monetario, Situación Argentina, 1° trimestre 2005.

<sup>2</sup> Las proyecciones de la oferta son en estimaciones propias de la oferta nominal, basadas en una expansión sobre la banda inferior del actual Programa Monetario del BCRA, bajo la hipótesis de una política monetaria prudente que no contribuya a propagar una mayor inflación. Se supuso que el k2 (la relación M2/BMA) crece suavemente hacia fin de año, a menor ritmo que lo ocurrido en el primer trimestre donde prevaleció un fuerte efecto sustitución a favor de los depósitos privados. Las estimaciones de demanda, surgen de los resultados de proyecciones fuera de la muestra en base a los modelos detallados en el apartado "Aspectos Metodológicos".

<sup>3</sup> Si bien parecería tratarse de un período muy extenso, resulta dentro de una misma línea de recientes investigaciones, las cuales señalan un efecto de hasta 23 meses. Para un mayor detalle ver: Batini y Nelson: "El desfasaje entre las medidas de Política Monetaria y la Inflación: Revisión de Friedman", Bank of England, Enero 2002.

Regina Martínez Riekens

regina.martinez@bancofrances.com.ar

Tabla1 (Banda Inferior): Inflación Estimada. Corrida 1,

obs	Inflación A		Inflación B	
	S/ Estac.	C/ Estac.	S/ Estac.	C/ Estac.
I 05	3,1%	3,2%	3,1%	3,2%
II 05	4,6%	5,2%	3,7%	4,3%
III 05	3,9%	4,0%	3,6%	3,7%
IV 05	3,2%	2,3%	2,7%	1,8%
Anual	15,5%	15,5%	13,7%	13,7%

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

Tabla 1 BIS (Banda Inferior): Inflación Estimada. Corrección 2T:05

obs	Inflación A		Inflación B	
	S/ Estac.	C/ Estac.	S/ Estac.	C/ Estac.
I 05	3,1%	3,2%	3,1%	3,2%
II 05	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
III 05	2,3%	3,1%	2,3%	3,0%
IV 05	2,6%	1,7%	1,3%	0,4%
Anual	10,9%	10,9%	9,5%	9,5%

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

**Tabla 2: Desequilibrio Nominal Observado.**  
(en millones de \$ corrientes).

obs	Modelo A		
	Oferta Nominal A	Demanda Nominal A	Desequilibrio A
I 04	58.159	56.700	1.458
II 04	61.849	58.978	2.871
III 04	64.079	61.322	2.757
IV 04	67.793	64.148	3.645
I 05	72.456	67.719	4.737

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

**Tabla 2: (Cont.) Desequilibrio Nominal Observado.** (en millones de \$ corrientes).

obs	Modelo B		
	Oferta Nominal B	Demanda Nominal B	Desequilibrio B
I 04	58.159	55.384	2.775
II 04	61.849	56.349	5.500
III 04	64.079	60.631	3.448
IV 04	67.793	65.030	2.763
I 05	72.456	68.015	4.441

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

d) Una primer corrida del modelo, estima una inflación de dos dígitos para el año 2005, en el rango 13,7%-15,5%. Este número, bastante elevado, se piensa que es consecuencia de la alta inflación estimada para el 2°T:05, la cual sufre el impacto de los elevados valores de inflación rezagada y desequilibrio monetario observados en el 1°T:05. Sin embargo, debido a las medidas de política adoptadas, la inflación observada en abril y mayo últimos y las predicciones del REM junio arrojan una inflación de tan sólo 2,5% para el 2°T:05. Esta observación llevó a realizar un pequeño ajuste en el modelo, analizada en el apartado próximo.

e) Debido a lo expuesto en el apartado d), se consideró una inflación de 2,5% (con estacionalidad) para el 2°T:05, arrojando el modelo una variación del IPC anual en el rango 9,5%-10,9%, más en línea con las expectativas del REM de 9,7% de inflación para este año.

Esto trae a colación dos cuestiones relevantes:

i) El BCRA debería continuar con una política monetaria prudente más próxima a la banda inferior de su meta de base monetaria, para posibilitar que la tasa de inflación no supere un dígito este año y, además, crear condiciones de estabilidad para el año próximo, teniendo en cuenta que los rezagos de la política monetaria exceden al año.

ii) De continuar la inflexibilidad a la baja en el tipo de cambio nominal, para mantenerse en la banda inferior del Programa Monetario sería necesaria una política de absorción monetaria más intensa que reduzca la brecha entre la tasa de interés nominal y la tasa de inflación.

f) Finalmente, y a fin de lograr una mayor comprensión de los efectos estacionales, se exponen los valores estimados de inflación con y sin estacionalidad por los modelos propuestos. Como era de esperar ello no produce modificación alguna en la estimación anual, alcanzando ésta un valor de dos dígitos que oscila entre 13,7% - 15,5% para la primera corrida (Tabla 1) y 9,5%-10,9% para la segunda corrida (Tabla 1 BIS).

## Desequilibrio Monetario: Aspectos Metodológicos.

### 1.- Introducción.

En el Modelo Monetario, la inflación depende de dos variables, a saber:

- La inflación rezagada.
- El desequilibrio monetario, calculado como la diferencia entre oferta real de dinero y demanda real de largo plazo.

Definido el modelo, se debe calcular el desequilibrio monetario. La oferta real de dinero se obtiene de deflactar la oferta nominal observada por el IPC, siendo la primera la cantidad de dinero observada en la economía. La cuestión fundamental radica en obtener una buena medida de demanda de dinero. La misma se estimó utilizando dos modelos: un **modelo de series de tiempo**, mediante una tendencia lineal con quiebre (Modelo A) y una **función de comportamiento** (Modelo B) donde las determinantes son el ingreso real (elasticidad-ingreso de 1,4) y el tipo de cambio real.

Para ambas medidas propuestas, se proyecta un aumento en la demanda real de dinero durante el 2005 en el rango del 4 al 9%, es decir que continuaría el incentivo a demandar pesos como lo confirma el superávit privado del mercado de cambios.

### 2- Estimación de la Demanda Real de Dinero de Largo Plazo.

Consideramos el agregado monetario M2 del sector Privado con cuasimonedas, deflactado por el IPC. Empleamos dos modelos de Demanda:<sup>4</sup>

- 2.1) Tendencia Lineal con quiebre (Modelo A) debido al cambio estructural producido en el año 2002. Datos trimestrales. Período 1993:1 - 2005:1.

<sup>4</sup>Todos los coeficientes presentan los signos esperados. Entre paréntesis, los estadísticos t.

$$M2=13002.72 + 6186.17* \text{Dummy1}+443.03* \text{tiempo}+584.82* \text{Dummy2}$$

(4.00)      (2.12)                      (8.30)                      (2.32)

2.2) Ecuación de Comportamiento (Modelo B): Demanda de Dinero como función del PBI y del tipo de cambio real multilateral. Datos trimestrales. Período 1996:1 - 2005:1.

$$\ln(M2)=-9.156 + 1.434* \ln(\text{Pib})+0.366* \ln(\text{ITCER})$$

(-2.58)    (5.19)                      (7.12)

### 3- Desequilibrio Monetario observado hasta el 1°T:05.

La Tabla 2 muestra un exceso de oferta de dinero desde principios de 2004 que alcanza, en términos nominales, al 1°T05 4.700/4.400 millones (modelos A y B respectivamente).

### 4- Proyecciones de la Oferta Nominal de Dinero para 2005.<sup>5</sup>

Para proyectar el M2 privado nominal, (ver tabla 3), consideramos la expansión de base monetaria prevista de acuerdo a la banda inferior del actual programa monetario del BCRA, bajo la hipótesis que sus autoridades buscan una política monetaria prudente a fin de no contribuir a propagar una mayor inflación.

Se supuso que el k2 (la relación M2/BMA) crece suavemente hacia fin de año, a menor ritmo que lo ocurrido en el primer trimestre donde prevaleció un fuerte efecto sustitución a favor de los depósitos privados. A partir de allí, se interpolaron linealmente los valores mensuales de M2 y se calcularon los correspondientes promedios trimestrales, los cuales constituyen la oferta nominal de dinero que utiliza nuestro modelo.

Esto nos lleva a un crecimiento interanual del agregado M2 nominal del 21% en el último trimestre del 05, lo cual supone una política monetaria menos expansiva, de compararla con el crecimiento interanual del 25% observado en el 1° trimestre de este año.

### 5- Proyecciones 2005 del Desequilibrio Monetario.

En la tabla 2 presentamos el desequilibrio monetario nominal, conforme los modelos A y B de demanda de dinero. Tengamos en cuenta que estas estimaciones se basan en las proyecciones de Oferta Nominal de M2 (apartado 4) y de Demanda Real de dinero (apartado 2), mientras que las tasas de inflación las resuelve el modelo de desequilibrio monetario (ver apartado 6).

Las tablas 4 y 5 muestran que la demanda real de dinero M2 crecería este año (4°T05/ 4°T04) en el rango de 4% (modelo B)-9% (modelo A). También se observa que el desequilibrio monetario disminuye a lo largo del 2005.

El modelo A arroja incluso una demanda excedente de dinero en el segundo semestre del 2005, pero estos resultados se deben, además del aumento de la demanda deseada de pesos, a que el modelo estima en una primer corrida una inflación muy elevada.

### 6- Modelos de Inflación.<sup>6</sup>

#### 6.1. Resultados.

6.1.1) Modelo de Desequilibrio A:

$$\begin{aligned} \Pi_t = & 0.012 - 0.012 * \text{dummy1} + 1.232 * \Pi_{t-1} - 0.529 * \Pi_{t-2} + 0.354 * \text{Deseq A}_{t-1} \\ & (2.36) \quad (-2.26) \quad (8.85) \quad (-3.63) \quad (9.47) \\ & -0.454 * \text{Deseq A}_{t-2} + 0.176 * \text{Deseq A}_{t-3} \\ & (-6.57) \quad (-2.08) \end{aligned}$$

<sup>5</sup> Las proyecciones de estas sección fueron realizadas por Celeste Gonzalez.

<sup>6</sup> Los coeficientes de la regresión tienen el signo esperado de considerarlos de forma neta, si bien esto no siempre es cierto al considerarlos individualmente. Entre paréntesis, nuevamente los estadísticos t.

Tabla 3: Seguimiento de Agregados monetarios. (mill. de \$).

mill. de \$	M2 privado pdio. trim.	Var. Interanual
I 05	72.417	25%
II 05 (e)	74.640	22%
III 05 (e)	77.557	21%
IV 05 (e)	80.588	21%

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

Tabla 4: Proyecciones Año 2005. (millones de \$ corrientes).

obs	Nominal		
	Oferta Nom. A	Demanda Nom. A	Desequilibrio Nom. A
I 05	72.456	67.719	4.737
II 05 (e)	74.203	72.664	1.539
III 05 (e)	75.765	77.232	-1.467
IV 05 (e)	77.360	81.470	-4.110

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

Tabla 4 (Cont): Proyecciones Año 2005. (millones de \$ de 1993).

obs	Real		
	Oferta Real A	Demanda Real A	Desequilibrio Real A
I 05	46.525	43.483	3.042
II 05(e)	45.454	44.511	943
III 05(e)	44.674	45.539	-865
IV 05(e)	44.218	46.567	-2.349

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

**Tabla 5: Proyecciones Año 2005.**  
(millones de \$ corrientes).

obs	Nominal		
	Oferta Nom. B	Demanda Nom. B	Desequilibrio Nom. B
I 05	72.456	68.015	4.441
II 05(e)	74.203	71.386	2.817
III 05(e)	75.765	74.462	1.303
IV 05(e)	77.360	77.135	225

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

**Tabla 5 (Cont): Proyecciones Año 2005.**  
(millones de \$ de 1993).

obs	Real		
	Oferta Real B	Demanda Real B	Desequilibrio Real B
I 05	46.525	43.674	2.851
II 05(e)	45.859	44.119	1.741
III 05(e)	45.195	44.418	777
IV 05(e)	44.945	44.814	131

Fuente: BBVA Banco Francés y BCRA.

6.1.2) Modelo de Desequilibrio B:

$$\Pi_t^e = -0.009^* + 0.850^* \Pi_{t-1} + 0.432^* \Pi_{t-2} + 0.418^* \text{Deseq B}_{t-1} - 0.228^* \text{Deseq B}_{t-3} - 0.066^* \text{Deseq B}_{t-5}$$

(-2.47) (8.23) (3.29) (8.93) (-4.66) (-2.08)

Ambos Modelos incluyen hasta dos rezagos de inflación, y entre 3 y 5 rezagos de desequilibrio. Tratándose de datos trimestrales, esto implica entre 3 y 6 meses para la inflación y entre 12 y 15 meses para el desequilibrio monetario, lo cual es coincidente con los rezagos de desequilibrios monetarios sobre precios reportados para economías desarrolladas.

**6.2 Proyección de la inflación 2005.**

Para evitar la reiteración, las proyecciones de inflación no se repiten dado que las mismas están expuestas en las tablas 1 y 1 Bis.

## Financiamiento de la Inversión y el rol del crédito bancario.

### I. Introducción.

El problema del financiamiento de la inversión en nuestro país comenzó mucho antes de la devaluación de inicios del 2002. A decir verdad, las empresas comenzaron a tener dificultades de acceso a la financiación de sus actividades con la llegada de la recesión, a fines del año 1998. La devaluación no hizo más que potenciar la restricción crediticia existente, por lo cual las firmas debieron recurrir a diferentes alternativas de financiamiento de las utilizadas hasta entonces.

La restricción de financiamiento provocó, como era predecible, una caída en los niveles de Inversión. Sin embargo, y aún con algunas alternativas de financiamiento no operativas, durante los años 2003 y 2004, la inversión creció, pasando de representar un mínimo de 12% del PIB en el año 2002 a un 19,1% del PIB en el 2004 (ver Gráfico 1). La pregunta que cabe hacernos aquí es: ¿cómo se financió el crecimiento de 7 puntos del PIB en la inversión de una economía en default?

### II. Canales de financiamiento de la inversión.

Una empresa puede financiar sus proyectos de inversión de diferentes maneras, a saber: 1) Crédito Bancario Doméstico; 2) Crédito Externo; 3) Mercado de Capitales, ya sea por emisión de Acciones, Obligaciones Negociables o Fideicomisos; 4) Inversión Extranjera Directa (IED) y 5) Fuentes Propias, a partir de la reinversión de utilidades, reducción de costos, etc.

Las cinco alternativas anteriores fueron utilizadas durante el período de Convertibilidad para financiar las inversiones llevadas a cabo por las firmas; sin embargo, tras la devaluación la alternativa más viable fue el autofinanciamiento ya que el resto de las opciones comenzó a sufrir fuertes restricciones.

El cambio en los precios relativos que tuvo lugar tras la devaluación le permitió a las empresas bajar sus costos, particularmente el costo laboral, ya que en un contexto de marcados aumentos en los precios mayoristas, los salarios nominales se mantuvieron relativamente contenidos. Así, la baja en los costos relativos, junto con los atrasos incurridos en el servicio de su deuda previa, mejoró sustancialmente la generación de caja de las empresas. El costo laboral está hoy un 30% por debajo de fines del 2001 (ver gráfico 2), pero la caída del Tipo de Cambio Real esperado indica que continuará la gradual recuperación del salario real de modo que las fuentes internas de financiamiento tienden a reducirse.

La primera alternativa de financiamiento que comenzó a mostrar restricciones fue el acceso al **crédito bancario doméstico**, como se detalla más adelante. A medida que subía el riesgo país, el costo de endeudarse en el exterior también aumentaba, hasta que por fin la devaluación terminó por abortar cualquier intento de **financiación externa**.

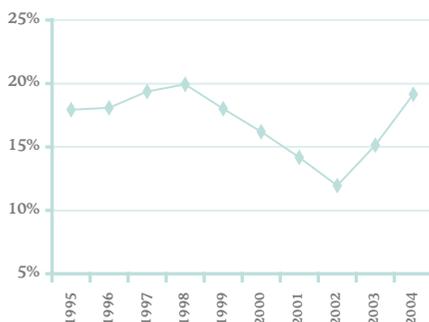
El **mercado de capitales**, que había sido una importante fuente de financiamiento durante la década del '90, prácticamente no encontró un clima propicio para desarrollarse a partir del año 2000. Desde entonces, no hubo emisión de acciones mientras que las únicas Obligaciones Negociables que se emitieron tuvieron como principal objetivo refinanciar las emisiones anteriores que no pudieron ser canceladas.

Argentina tampoco fue un destino atractivo para la **Inversión Extranjera Directa** desde que se instaló la recesión: el desplome del nivel de actividad económica, el rompimiento de contratos, el default de la deuda pública, la devaluación del tipo de cambio, entre otros hechos, conspiraron contra nuevos flujos de inversiones del exterior. Las firmas que ya poseían inversiones en el país no deseaban aumentar su exposición al riesgo argentino mientras que resultaba improbable que otros inversores internacionales estuvieran dispuestos a tomar tanto riesgo dentro de su cartera.

Así concluimos que, frente a la restricción crediticia imperante, las firmas debieron recurrir al **"autofinanciamiento"** como mejor (y única?) alternativa para mantener sus inversiones y darle continuidad a su propia actividad.

Gráfico 1.

Evolución IBIF/PIB.  
(a valores corrientes).



Fuente: Ministerio de Economía y BBVA Banco Francés.

Gráfico 2.

Costo Laboral: Salario Privado Registrado / Precios Mayoristas.  
Base IV-2001 = 100



Fuente: INDEC y BBVA Banco Francés.

Tabla 1.

Financiamiento de la Inversión (en millones de pesos a precios corrientes).

Año	Inversión Bruta Fija	Emisión de ON	Préstamos del Exterior	Colocación de Acciones	Atrasos	Inversión Ext. Directa	Crédito Proveedores Exterior	Prést. Bancarios Domésticos	Recursos Propios % IBIF	IBIF % PIB
1995	46.285	1.437	2.079	842	0	3.984	2	-852	84%	17,9%
1996	49.211	527	1.113	669	0	6.053	55	3.065	77%	18,1%
1997	56.727	4.654	3.744	1.339	0	7.483	247	8.660	54%	19,4%
1998	59.595	3.851	2.497	-240	0	5.888	630	6.761	67%	19,9%
1999	51.074	508	-937	-10.698	0	19.293	360	-1.876	87%	18,0%
2000	46.020	-987	1.489	-2.955	0	9.999	-64	-3.259	91%	16,2%
2001	38.099	-988	-58	-5	0	2.302	-139	-12.016	129%	14,2%
2002	37.387	106	-12.861	-144	2.376	7.065	-1.219	-13.030	147%	12,0%
2003	56.903	-3.826	-3.075	112	1.846	4.876	2.407	-4.639	104%	15,1%
2004	85.652	-3.917	-4.229	-121	1.363	12.117	4.982	7.754	79%	19,1%

Fuente: Dirección de Cuentas Internacionales y Ministerio de Economía.

### III. ¿Cuáles fueron los canales de financiamiento que posibilitaron la recuperación de los niveles de Inversión en 2003/2004 en un contexto de default?

#### III. a- El importante papel de los recursos propios.

El aumento en la tasa de IBIF/PIB fue financiada principalmente con capital propio. Como puede advertirse en la tabla 1, durante el año 2002 el ratio "Recursos Propios" / IBIF alcanzó su máximo (147%) lo que implicó no sólo que estos recursos fueron suficientes para financiar el menguado nivel de inversión en dicho año sino que además contribuyeron a cancelar deudas con terceros. En los últimos dos años, los recursos propios –que se obtienen como diferencia del monto de IBIF y la suma de la financiación proveniente del exterior y los préstamos bancarios domésticos- continuaron siendo elevados aunque con moderada desaceleración.

A pesar de la recuperación económica evidenciada en los últimos dos años, la permanencia del default impidió a las empresas financiar sus inversiones en el mercado de capitales o mediante préstamos del exterior, ya que la prima de riesgo país elevaba el costo de financiarse en estos mercados. Aquí, en forma desagregada, se tiene que hubo una cancelación neta de Obligaciones Negociables y de Préstamos del Exterior mientras que la Colocación de Acciones fue prácticamente nula en el período. La única forma de "financiación" que resultó positiva dentro de este rubro fueron los "Atrasos" que comenzaron a tener entidad a partir del año 2002, aunque la cifra no resulte muy representativa.

#### III. b- Firmas multinacionales y financiamiento externo: crédito a proveedores e inversión directa.

Un rubro que comienza a hacerse fuertemente positivo en los últimos dos años es el Crédito de Proveedores del Exterior. Esto se dio básicamente en las firmas multinacionales que funcionaban en nuestro país ya que la restricción de financiamiento que operaba sobre Argentina afectaba principalmente a las empresas nacionales o de menor tamaño que no contaban con un respaldo internacional para acceder al crédito.

Continuando con la financiación proveniente del exterior, el mayor dinamismo se registró en lo que se denomina Inversión Extranjera Directa (IED). Si bien a priori resultaría sorprendente que firmas extranjeras se decidieran a invertir en nuestro país sin haber resuelto el problema del default, lo cierto es que estas inversiones fueron realizadas por empresas que ya poseían capital hundido y que debían mantener en funcionamiento sus subsidiarias locales. En este sentido, el rubro más dinámico de la IED estuvo dado por los Aportes de Capital que alcanzaron su máximo en el 2002, seguido por el Cambio de Manos que estuvo determinado por la venta de Pecom Energía a Petrobras.

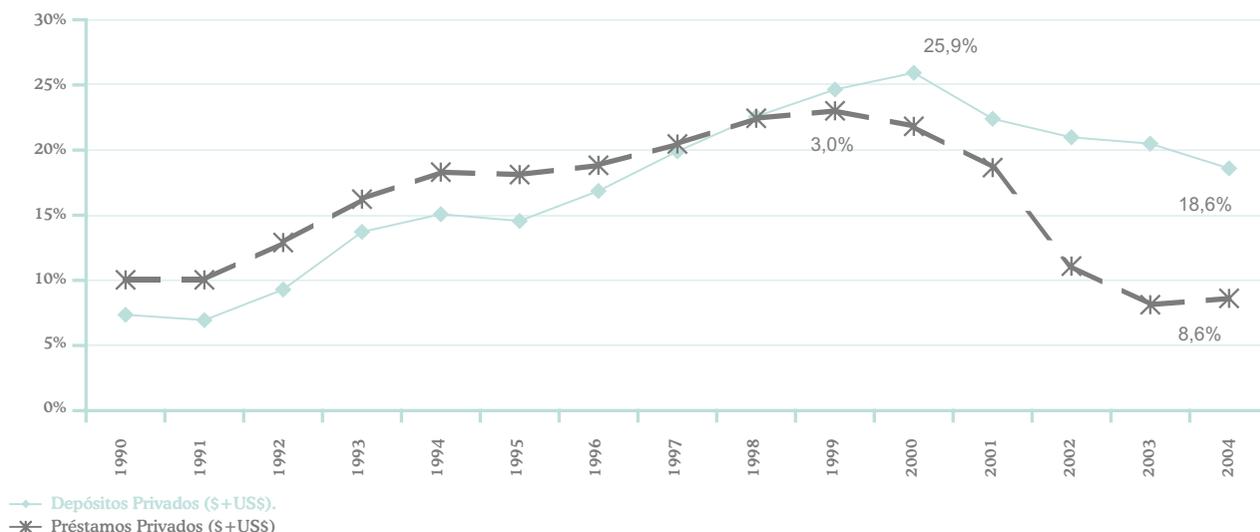
El aumento de los aportes de las casas matrices tuvo como fin cancelar parte de las deudas que las filiales locales mantenían con aquéllas. Así, en el caso de bancos y grandes empresas de servicios, las firmas locales primero se endeudaban con sus matrices hasta que finalmente esta deuda se transformaba en un aporte de capital de parte de las mismas. Esto ocurrió principalmente en el 2002, aunque en menor cuantía también en el 2003.

En el caso del rubro Reinversión de Utilidades, ya antes de la crisis comenzó a ser marcadamente negativo. Recién en el año 2004 esta cuenta se tornó positiva denotando una mayor confianza de los dueños de las firmas en el país.

Finalmente en el año 2004 comenzó a aumentar el crédito doméstico complementando las alternativas de financiamiento externo: al principio sólo se trató de préstamos de muy corto plazo pero en la medida que se fue consolidando la recuperación económica y una mayor confianza en las entidades financieras, se pudo mejorar la intermediación financiera, incrementar los depósitos privados y extender el plazo de los préstamos bancarios. De todas maneras, como veremos en la próxima sección, medido en términos de PIB, los préstamos al sector privado apenas llegan al 8,6% (luego de tocar mínimos de 8,2% el año 2003) cuando en su mejor época alcanzaron a representar el 23,0% del PIB (1999).

Gráfico 3.

Depósitos y Préstamos al Sector Privado (Diciembre de cada año) / PIB.



Fuente: BCRA, Ministerio de Economía y BBVA Banco Francés.

### III. c- La mejora del crédito bancario doméstico se dio a partir del 2004.

La llegada de la Convertibilidad dejó atrás un contexto hiperinflacionario y dio lugar a una nueva etapa de estabilidad macroeconómica que favoreció el desarrollo del sistema financiero impulsando el crecimiento de los depósitos y de los préstamos al sector privado. Con la recesión iniciada en 1998 se dieron las primeras señales de enfriamiento del mercado crediticio, puesto que las firmas comenzaron a evidenciar inconvenientes a nivel productivo y por lo tanto problemas en su capacidad de financiamiento. Esta situación se vio agravada por el "crowding out" que ejerció el Sector Público que, ante la restricción que encontraba en el resto de las alternativas de financiamiento, debió acudir a las entidades bancarias para tal fin. Los depósitos del sector privado, por su parte, siguieron creciendo hasta el año 2000 cuando la desconfianza se apoderó de los ahorristas y comenzaron a retirar su dinero de los bancos. Sin embargo, como se puede apreciar en el gráfico 3, la caída fue mucho mayor en préstamos que en depósitos.

Al observar la evolución de los depósitos y préstamos totales que incluyen además de los privados las series del sector público, podemos advertir que los depósitos no sufrieron tanto debido a la generación de un importante superávit fiscal que se fue acumulando en las arcas de los bancos oficiales desde 2003. Es importante aclarar que en los últimos años se dieron cambios estructurales que modificaron significativamente la distribución patrimonial del balance del sistema financiero. Por ejemplo, hasta el año 2001 existían préstamos a provincias que luego fueron convertidos a títulos públicos (BOGAR 18) mientras que por otro lado, a fines de ese año la mayoría de los títulos públicos que estaban en poder de los bancos fueron canjeados por Préstamos Garantizados. De modo que estos cambios repercutieron sobre el nivel de los préstamos al Sector Público y por ende sobre los Préstamos Totales.

En la tabla 2 podemos comparar la situación de los préstamos y depósitos en términos del PIB así como también ver que ocurrió con la liquidez en dos momentos bien diferentes. Tomamos el año 2000, con plena vigencia de la Convertibilidad (previo a la crisis financiera) y el 2004, posterior a la devaluación pero año en el cual comienza la recuperación en los préstamos. La diferencia que existía entre Depósitos y Préstamos, ya sea sólo privados o bien totales en el año 2000 era mínima: 2% y 4,1% del PIB respectivamente. En este año todavía existían otras fuentes de fondeo como las líneas del exterior o la emisión de ON que le permitían a los bancos hacerse de recursos para prestar.

Tabla 2.

Cifras como porcentaje del PIB	2000	2004
Préstamos Totales / PIB	27,1%	13,3%
Préstamos Sector Privado / PIB	21,8%	8,6%
Depósitos Totales / PIB	29,1%	26,2%
Depósitos Sector Privado / PIB	25,9%	18,6%
Dep. Totales - Prést. Totales	2,0%	12,9%
Dep. Sector Privado - Prést. Sector Privado	4,1%	10,0%
Encajes legales (estimado) / PIB	5,9%	4,2%
Liquidez total / PIB 1/	7,0%	7,5%
Exceso de liquidez / PIB	1,1%	3,3%
en % de depósitos totales	3,7%	12,6%

1/ En el 2000: requisitos de liquidez en dólares, pasivos, cuenta corriente en el BCRA y efectivo en caja. En el 2004: cuenta corriente en el BCRA, pasivos y efectivo en caja.

Fuente: BCRA y BBVA Banco Francés.

De acuerdo a estimaciones propias, el encaje legal alcanzaba a casi 6 puntos del PIB mientras que la liquidez total fue de 7% del PIB con lo cual el exceso de liquidez era sólo del 1,1% del PIB en el año 2000. La situación cambió sustancialmente luego de la crisis ya que por un lado desapareció el fondeo de líneas del exterior y se cancelaron ON en forma neta.

Además luego de la crisis y con el corralito instalado, hubo una fuerte cancelación de préstamos que recién mostró los primeros signos de recuperación durante el 2004, mientras que por otra parte, como mencionamos anteriormente, los depósitos no sufrieron tanto la crisis como los préstamos. Esta situación llevó a que se ampliara notoriamente la brecha entre depósitos y préstamos elevándola a 12,9% y 10% según consideremos exclusivamente al sector privado o incluyamos también al sector público, respectivamente. Adicionalmente, el BCRA dispuso una baja en los coeficientes de efectivo mínimo, que determinó que los encajes en términos del PIB pasaran del 5,9% al 4,2%.

Lo anterior determinó que existiera en el sistema una excedente de liquidez mayor al usual: el exceso de liquidez en el 2004 ascendió a 3,3% del PIB (equivalente a 12,6% de los depósitos) lo cual supera ampliamente a lo verificado en el año 2000. **La conclusión es que el sistema financiero se encuentra aún lejos de su mejor performance en materia crediticia dado que no encuentra suficientes aplicaciones para poder canalizar los excedentes de liquidez que han crecido de manera sostenida en el período reciente.**

### III. d- Las empresas han impulsado la reciente recuperación del crédito privado.

Si bien el BCRA no incluye de manera explícita una clasificación del crédito según se destine a familias o empresas, nosotros adoptamos un criterio basándonos en el supuesto que las familias acceden a la financiación mediante préstamos personales, prendarios, hipotecarios y el uso de las tarjetas de crédito mientras que el resto corresponde a la financiación corporativa que incluye adelantos en cuentas corrientes, descuentos de documentos y otros créditos.

En primer lugar, la década del '90 favoreció el desarrollo del financiamiento a las familias, gracias a un entorno macroeconómico más estable, permitiendo alcanzar parámetros de financiamiento similares a los que mantenía el sector corporativo hacia fines de la década. Además, en este contexto cobró relevancia el crédito hipotecario a largo plazo en dólares que hasta entonces no había sido tan importante para las familias.

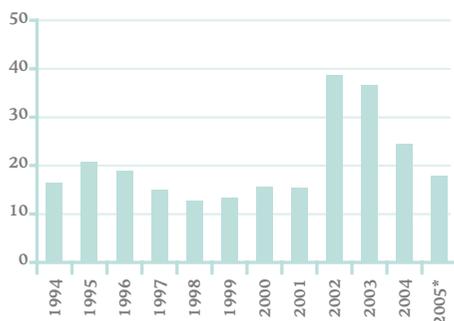
Hacia el año 2000 el monto colocado en familias ascendía al 49,2% del total del crédito al sector privado mientras que el restante 50,8% estaba en manos de empresas. El crecimiento del crédito que tuvo lugar durante el año 2004 estuvo liderado por las líneas comerciales y de a poco fueron ganando participación en el total. De los \$38.500 millones que existían de préstamos al sector privado a fines del año 2004, el 53,1% estaba en manos de las empresas mientras que las familias retrocedieron al 46,9% en la participación.

### IV. e- La mora y los spreads bancarios bajan a los niveles de la Convertibilidad.

El sistema financiero viene mostrando una progresiva mejora en los niveles de morosidad. Calculada como la proporción de la cartera en situación 3, 4 y 5 (con problemas, con alto riesgo de insolvencia e irrecuperable) sobre el total de las financiaciones al sector privado, la cartera irregular promedio del primer trimestre de 2005 alcanza al 17,8%, niveles similares a los registrados en la primera parte de la Convertibilidad y muy por debajo de los niveles vigentes en el período de la crisis que llegó al 40% (Ver gráfico 4).

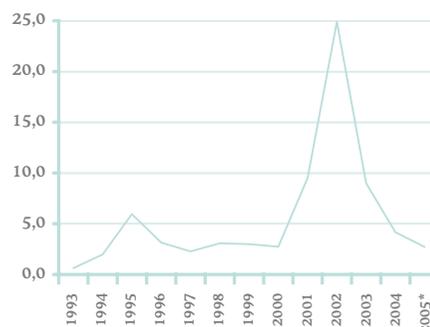
Por otra parte, los spreads también mostraron una importante reducción desde los máximos registrados durante la crisis. El cálculo del mismo se realizó a partir de la diferencia de la tasa activa Prime (a empresas de primera línea) a 30 días y la tasa pasiva de un plazo fijo con plazo promedio de 30-44 días. Como se advierte en el gráfico 5, el spread alcanzó su máximo en plena crisis de 2002, cuando las elevadas tasas activas volvieron prohibitiva cualquier demanda de crédito. Sin embargo, durante el primer trimestre de 2005, el spread se ubicó en niveles cercanos a los que existían hasta el año 2000, antes que comenzaran los problemas en el sistema financiero.

Gráfico 4. Evolución de los niveles de mora.



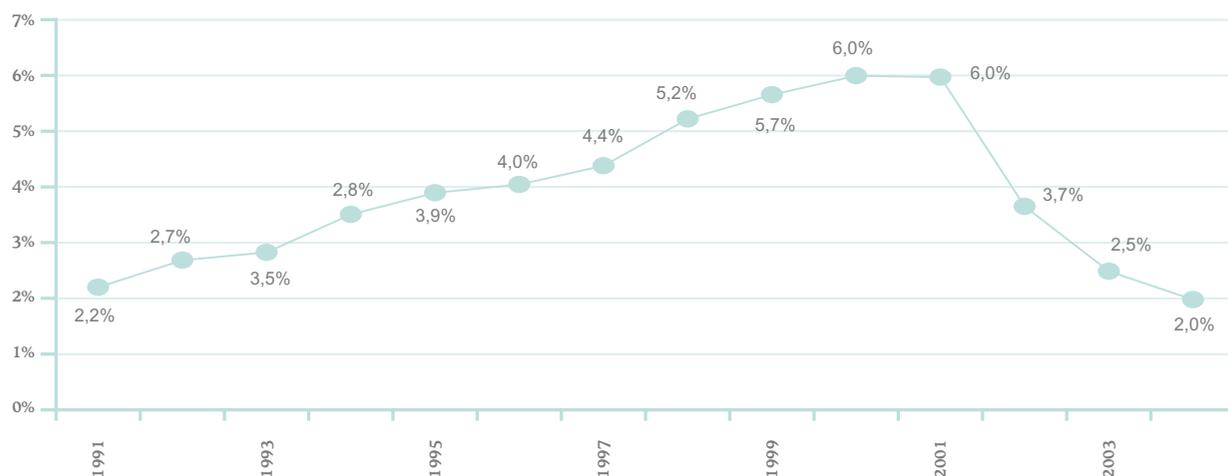
Fuente: BCRA.

Gráfico 5. Spread = Tasa Prime - Tasa PF en \$.



Fuente: BCRA.

Gráfico 6.  
Préstamos Hipotecarios / PIB.



Fuente: BCRA y BBVA Banco Francés.

### III. e- El caso de los préstamos hipotecarios.

Si bien hubo líneas destinadas a familias que estuvieron muy dinámicas durante el año pasado, como los personales y la financiación mediante tarjetas de crédito, el hecho de contar entre ellas con los préstamos hipotecarios hizo que perdieran participación ya que estos, dada su naturaleza de largo plazo, continuaron mostrando caídas estructurales.

En efecto, toda la expansión ganada por los préstamos hipotecarios en dólares durante la Convertibilidad (que llegó a representar el 6% del PIB en el 2001) se vio profundamente afectada con la crisis financiera del 2002. Si bien estos préstamos fueron pesificados a 1x1, la caída del ingreso real y la incertidumbre sobre el empleo que se generó provocó una cancelación anticipada de los mismos, temor a involucrarse en nuevos préstamos de largo plazo que resultaran impagables.

Desde la salida de la Convertibilidad, el salario ha tenido una pérdida del 30%/40% con relación al precio de la vivienda, lo que ha provocado la contracción del crédito hipotecario. A mediano plazo esta debilidad estructural sería difícil de superar porque la caída del Tipo de Cambio Real aumentaría tanto el salario como el precio de la vivienda. Sin embargo, la coyuntura actual es muy favorable para alentar el crédito hipotecario de aquellos quienes pueden acceder a la cuota, dado que el salario real privado registrado está creciendo mientras la tasa de interés real es negativa.

A mediano plazo, el deudor que logre acceder a un crédito hipotecario no tendría problemas de incobrabilidad ya que enfrentaría una tasa real de interés compatible con su salario real. Esta previsión parecería optimista si se tiene en cuenta la experiencia argentina donde la tasa real de interés fue muy positiva a la vez que el salario real caía.

### IV. ¿Cómo lograr la financiación de largo plazo?

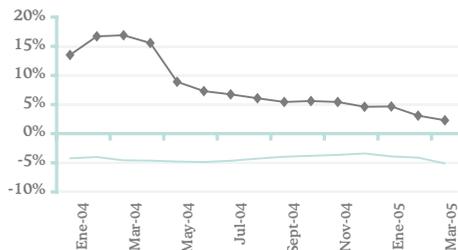
Mirando hacia adelante, la intermediación financiera debería aumentar. Por un lado, las firmas no pueden seguir generando cash flow indefinidamente en un contexto de tendencia a la baja del tipo de cambio real y recuperación del salario real. En otras palabras, la generación propia de fondos por parte de las firmas no resultará suficiente para seguir financiando su inversión de manera permanente.

Por otro lado, los bancos necesitan aumentar la exposición al riesgo y prestar para poder generar ganancias que cubran el costo de oportunidad del capital invertido. Desde la salida de la Convertibilidad se viene haciendo hincapié en la necesidad de contar con un sistema monetario y financiero que tenga como objetivo el uso de su propia moneda. **Ahora bien, ¿se puede alentar el crédito bancario de largo plazo en pesos?**

En la actual etapa de pesificación los bancos captan depósitos en pesos a corto plazo a una tasa de interés nominal fija y cada vez menos a mediano plazo a una tasa que está indexada por la inflación (CER), mientras que no se otorgan préstamos al sector privado a mediano o largo plazo indexados por la inflación. Esto es así porque los precios relativos no se encuentran en equilibrio y también existen incertidumbres sobre los precios de equilibrio esperados, de modo que las entidades bancarias enfrentarían un elevado riesgo de incobrabilidad de los préstamos indexados, riesgo que también sufriría el potencial demandante de crédito.

Lo anterior es particularmente válido para el mercado de préstamos hipotecarios, dada la incertidumbre sobre la evolución del salario real. En este sentido, tras la devaluación, el salario en dólares (principal precio de los bienes no transables) se desplomó mientras que el precio de las viviendas, que históricamente en Argentina ha actuado como reserva de valor, comenzó a subir gradualmente alcanzando niveles cercanos a los de la Convertibilidad.

Gráfico 7.



◆ Tasa de crecimiento salarial a/a  
 — Tasa de interés real

(\*) Tasa de interés real = tasa nominal promedio de PF a 30 días deflactada por IPC de los próx. 12 meses que surge de la REM, BCRA.

Tabla 3.

	Tasas de Equilibrio	Media Histórica
Tasa de interés real	2,00% 1/	6,50%
Crecimiento Salario real	2,50%	-2,20% 2/

1/ Estimación econométrica de la tasa de interés basada en el ITCER, supone que éste cae 4% en el 2005 y mantiene su nivel. La tasa de interés de equilibrio del 2% se alcanzaría en el 2006. Ver Serie de Estudios Económicos N° 11 "Estimación de las Determinantes de las Tasas Reales de Interés en Argentina" Marzo 2005.  
 2/ 1993 - 2004.

Fuente: BBVA Banco Francés.

## Así el asalariado no cuenta con la capacidad de pagar la cuota de un préstamo hipotecario derivando en una caída estructural de la demanda de estos préstamos.

Además, la historia de indexación en Argentina nos muestra que, con razón o no, los deudores indexados argumentaban que no podían pagar y el Gobierno intervenía cambiando las reglas establecidas previamente y otorgando un subsidio que se reflejaba en el alto déficit cuasifiscal del BCRA. El problema de fondo es que la indexación fracasó en Argentina por la falta de un sistema de precios relativos de equilibrio y ausencia de crecimiento sostenido a largo plazo, lo cual llevó a que la indexación resulte explosiva.

Chile es el paradigma de un sistema de indexación que funciona bien y lo logró gracias a tres condiciones que se dieron conjuntamente para que este sistema funcione en el largo plazo: i) crecimiento sostenido del PIB; ii) aumento tendencial del salario real y iii) baja tasa de inflación. Estas tres condiciones no estuvieron presentes en ningún momento de la historia argentina reciente, dando lugar a un rotundo fracaso de un sistema de indexación.

Para que conviva la pesificación del sistema monetario con una banca sólida y rentable en el largo plazo, tal vez sería necesario avanzar hacia un sistema de dos bancas: i) una banca transaccional que asuma el riesgo propio de crédito de corto y mediano plazo que se traduce en los spreads y ii) una banca de inversión donde el financiamiento a largo plazo provenga exclusivamente del mercado de capitales, donde el sector privado no financiero asume el riesgo de crédito y los bancos perciben sólo ingresos en concepto de comisiones como agentes de colocación de deuda. En un contexto de incertidumbre en los precios relativos también se generarían distorsiones en el mercado de capitales, pero, el riesgo sistémico no se trasladaría a los bancos.

Adriana Haring  
 aharing@bancofrances.com.ar

## Argentina

Indicadores Económicos Básicos	2003	2004	2005(e)	2006(e)
<b>Actividad</b>				
PBI Nominal (\$, miles de millones)	375,9	447,3	526,6	607,9
PBI Nominal (US\$ miles de millones)	127,1	151,2	178,5	201,5
PBI Real (Variación %)	8,8	9,0	7,0	4,5
Tasa de desempleo (promedio anual)	17,3	13,6	11,1	10,6
<b>Precios</b>				
PBI Deflactor (Var. % prom.)	10,9	9,2	8,8	10,1
IPC (Var. %, fin de año)	3,7	6,1	10,9	10,0
<b>Sector Externo</b>				
Exportaciones (US\$ miles de millones)	29,6	34,6	37,7	41,0
Importaciones (US\$ miles de millones)	13,8	22,4	28,2	32,9
Balance Comercial (US\$ miles de millones)	15,7	12,1	9,5	8,1
Saldo Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)**	7,5	3,0	1,6	2,4
Tipo cambio (\$/US\$, fin período)	2,96	2,99	2,95	3,00
Índice de Tipo de Cambio Real 1/	191,0	201,6	181,7	168,5
Deuda externa privada (US\$ miles de millones) 6/	59,2	49,4	n.d.	n.d.
<b>Sector Financiero</b>				
Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	73,2	81,2	95,6	111,4
Depósitos sector privado Var. anual %	10,9	11,0	17,8	16,4
Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	30,7	38,6	47,6	56,2
Préstamos al Sector privado Var. anual %	-12,7	25,8	23,1	18,1
Tasa de interés Plazo Fijo 30 días (fin año)	3,7	3,1	6,0	10,0
Reservas internacionales del BCRA (US\$ miles de millones) 3/	14,1	19,6	23,2	26,7
<b>Sector Público</b>				
Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) 4/	8,7	17,3	19,3	20,7
Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) 4/	1,8	11,6	9,0	11,3
Deuda pública total (US\$ miles de millones) 5/	178,8	191,3	n.d.	n.d.
Deuda pública moneda extranjera (US\$ miles de millones) 5/	135,8	144,6	n.d.	n.d.
Deuda pública externa (US\$ miles de millones) 6/	105,9	115,9	n.d.	n.d.

Indicadores De Riesgo (%)	2003	2004	2005(e)	2006(e)
Cuenta Corriente/PBI	5.9	2.0	0.9	1.2
Balanza Comercial/PIB	12.4	8.0	5.3	4.0
Exportaciones/PIB	23.3	22.8	21.1	20.3
Importaciones/PIB	10.9	14.8	15.8	16.3
Resultado fiscal primario/PBI	2.3	3.9	3.7	3.4
Deuda pública/PBI	140.7	126.5	n.d.	n.d.
Deuda pública externa/PBI	83.3	76.6	n.d.	n.d.

## Notas:

\*\* Sujeto a revisión. Incluye los intereses devengados de la deuda pública pre-reestructuración para el 1° semestre 2005.

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 31/12/04. Sec. Financiamiento.

6/ Según Estim. Balance de Pagos, fin del período al 31/12/04. Fuente: Sec.de Política Económica. Aumento (disminución) implica depreciación (apreciación).

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	3,0	4,4	3,6	3,2	1,9	3,3	2,4	2,8
UEM	0,5	1,7	1,4	2,2	2,0	2,4	1,9	1,6
Japón	1,4	2,7	1,5	2,0	-0,4	0,2	0,0	0,3

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	Jul-05	Sep-05	Dic-05	Dic-06	Jul-05	Sep-05	Dic-05	Dic-06
EE.UU.	3,25	3,75	4,00	4,50				
UEM (US\$/₺)	2,00	2,00	2,00	2,50	1,20	1,22	1,22	1,21
Japón (yenes/US\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	112	105	100	100

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	7,0	4,5	3,7	6,1	10,9	10,0
Brasil	0,5	4,9	3,0	3,0	9,3	7,6	6,0	5,0
Chile	3,3	6,1	6,1	5,7	1,1	2,4	3,4	3,0
Colombia	3,8	4,1	3,8	3,5	6,5	5,5	5,0	4,7
México	1,4	4,4	4,2	4,0	4,0	5,2	4,0	3,9
Perú	3,8	5,1	5,3	4,5	2,5	3,5	2,3	2,5
Uruguay	2,5	11,0	4,0	n.d.	10,2	9,0	8,5	n.d.
Venezuela	-7,7	17,3	3,9	2,3	27,1	19,2	20,6	23,5
<b>LATAM<sup>1</sup></b>	1,7	5,9	4,2	3,7	7,2	6,8	6,5	6,0
LATAM Ex-México	1,9	6,5	4,2	3,6	8,3	7,4	7,4	6,8

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina <sup>2</sup>	0,5	2,6	1,7	1,9	6,3	2,1	0,9	1,2
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	1,5	0,0
Chile <sup>2</sup>	-0,4	2,6	2,4	1,2	-0,8	1,5	0,3	-2,1
Colombia	-2,7	-1,2	-2,5	-2,0	-1,5	-1,3	0,4	-2,1
México	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,5	-1,3	-2,0	-2,1
Perú	-1,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,8	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-2,9	-2,5	n.d.	1,7	0,4	0,6	n.d.
Venezuela <sup>2</sup>	-5,1	-3,1	-1,8	-2,1	10,3	13,6	11,3	7,5
<b>LATAM<sup>1</sup></b>	-1,9	-0,9	-1,0	-1,0	0,8	1,2	0,5	-0,6
LATAM Ex-México	-2,7	-1,3	-1,4	-1,5	2,3	2,7	1,9	0,4

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

	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% fin de período) <sup>3</sup>			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,98	2,95	3,00	3,8	3,1	6,0	10,0
Brasil	2,89	2,72	2,70	2,90	16,5	17,8	18,0	16,0
Chile	599	576	575	578	2,3	2,5	4,3	6,0
Colombia	2.778	2.390	2.400	2.561	7,9	7,7	7,3	8,0
México	11,24	11,15	11,80	12,20	6,0	8,7	9,8	9,8
Perú	3,46	3,28	3,27	3,30	2,5	3,0	3,5	4,3
Uruguay	29,34	27,30	29,00	n.d.	4,0	n.d.	n.d.	n.d.
Venezuela	1.600	1.920	2.150	2.580	15,1	14,8	12,5	12,9

<sup>3</sup> 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](http://www.bancofrances.com.ar)

**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.

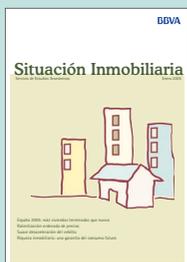
México: Adolfo Albo.

Europa: Manuel Balmaseda.

**Análisis Sectorial:** Carmen Hernansanz.

**Escenarios Financieros:** Mayte Ledo.

**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.