

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2 / Nro. 5 - Primer trimestre 2006



Continúa el fuerte crecimiento.

¿La devaluación aumenta las exportaciones?

Análisis de la recuperación del Mercado Inmobiliario.

El Sector Bancario mejora rentabilidad y solvencia

Índice

Fecha de edición 28 de Diciembre de 2005

1 Editorial	4
2 Entorno Internacional	5
3 Entorno Macroeconómico	8
El 2005 volvió a repetir el excelente desempeño del bienio anterior	8
Recuadro: Las inversiones aseguran la posibilidad de nuevos incrementos en la Producción Industrial	10
Artículo: Evolución del mercado laboral y perspectivas	21
Recuadro: Sector de la construcción y Mercado Inmobiliario	27
4 Entorno Financiero	33
Recuadro: Situación y perspectivas del sistema financiero argentino	35

Han elaborado esta publicación:

Ernesto Gaba	Economista Jefe y Director de la presente publicación.
Rodrigo Falbo	rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar
María Celeste González	celestegonzalez@bancofrances.com.ar
Adriana Haring	aharing@bancofrances.com.ar
Jorge Lamela	jorge.lamela@bancofrances.com.ar
Regina Martínez Riekens	regina.martinez@bancofrances.com.ar
Gloria Sorensen	gsorensen@bancofrances.com.ar
Andrea Suárez	asuarez@bancofrances.com.ar

1. Editorial

A 4 años de la crisis, se consolida la recuperación económica...

La recuperación económica sigue a toda marcha: en el 2005 el PIB volverá a crecer un 9%, mientras que en el 2006 esperamos también un crecimiento importante en torno al 7%. La masa salarial seguirá creciendo e impulsando el consumo privado en el 2006 pero con una ralentización en la recuperación del empleo y del salario real.

En lo sectorial, la construcción, actividad fuertemente procíclica, continúa liderando el crecimiento: a pesar del aumento en los costos, se mantiene la rentabilidad de invertir en el sector debido a los elevados precios de los activos inmobiliarios en dólares. A su vez, en 2005 se redujo el diferencial de crecimiento entre bienes y servicios, apuntalados estos últimos por el aumento de la intermediación financiera por primera vez en 4 años. La gradual normalización del sistema financiero le ha permitido recuperar rentabilidad y solvencia a las entidades bancarias, aunque su patrimonio en términos reales es aún inferior al registrado antes de la crisis.

El mayor dinamismo en las exportaciones en 2005, por primera vez desde la salida de la convertibilidad en el 2002, también está apoyando la recuperación. Este considerable rezago en la respuesta de las exportaciones a un tipo de cambio real más alto, mayor por ejemplo al observado en Brasil, puede deberse a la disrupción de la economía que siguió a la devaluación en Argentina, además de a factores climáticos y tecnológicos que afectaron a las exportaciones de productos primarios.

...que será gestionada por un nuevo equipo en el Ministerio de Economía

La nueva ministro de Economía Felisa Miceli continuará con la política de superávit fiscal y tipo de cambio alto, ya que se trata de políticas de estado con el aval del Presidente Kirchner. Es posible que en esta nueva etapa se descansen menos en el ajuste vía mecanismos de mercado, como se manifiesta en la alta prioridad dada a los acuerdos de precios sectoriales en el combate actual a la inflación. Esta política puede ayudar a contener la inflación a corto plazo, pero, desde una perspectiva de medio plazo, no es sustitutiva de una combinación de políticas monetarias y fiscales orientadas a la estabilización.

...sin programa con el FMI, tras la cancelación de la deuda con este organismo

Constituyó una sorpresa el reciente anuncio del Presidente Kirchner de que Argentina cancelaría el total de su deuda con el FMI, casi U\$S 10 mil millones, con reservas del BCRA. Esta decisión tiene como sustento el objetivo del gobierno de aumentar los grados de libertad en las decisiones de política económica, a juicio oficial muy limitada por la tradicional condicionalidad del FMI en sus programas de asistencia financiera. El pago al FMI no tiene grandes implicancias económicas mirando estáticamente, ya que los activos externos netos del sector público consolidado (Tesorería + BCRA) no cambian al disminuir la deuda en igual medida que las reservas del BCRA. Además, las reservas luego del pago al FMI siguen respaldando, a un TCN de \$3, al saldo de la base monetaria (definida como circulante + depósitos de los bancos en el BCRA).

Sin embargo, mirando dinámicamente el pago anticipado al FMI podría tener, bajo determinadas circunstancias, dos posibles debilidades. Si Argentina necesita fondos frente a un shock externo, se plantean interrogantes sobre la posibilidad de acudir nuevamente al FMI y el financiarse en el mercado sería a costos más elevados. Por otra parte, el BCRA acumuló reservas en los últimos años financiadas, además de con emisión, mediante la colocación de deuda (pases y Lebacs). En consecuencia, la relación reservas/pasivos monetarios del BCRA tendría un deterioro como consecuencia del pago anticipado al FMI y en este nuevo entorno, es posible que el mercado descuenta un tipo de cambio nominal, tasa de interés doméstica e inflación más altos.

2. Entorno Internacional

Un mundo diferente

Una de las características principales de 2005 ha sido el balance positivo en crecimiento económico a pesar del aumento de los precios del petróleo. La coincidencia en el tiempo de ambos factores podría responder a un incremento de la demanda mundial, que se estaría traduciendo en un significativo dinamismo de los flujos de comercio y en un aumento de los precios de las materias primas, principalmente energéticas y metálicas. Por tanto, el choque que estaría teniendo lugar no tendría su origen en el encarecimiento del crudo, sino que estaría derivado de la creciente incorporación al comercio y a la actividad de nuevos países, que suponen casi la mitad de la población mundial.

En la vertiente de la oferta, el aumento relativo de la fuerza de trabajo está provocando un menor crecimiento de los salarios, que compensaría parcialmente el aumento del costo energético y que supone un factor global de contención de las presiones inflacionarias. Esto ha permitido a los bancos centrales mantener una elevada liquidez en momentos de alto crecimiento económico, sin que las perspectivas de avance de los precios en el medio plazo hayan repuntado. Sólo en países con fases cíclicas más adelantadas estas expectativas han experimentado un repunte por el temor a la aparición de efectos de segunda ronda derivados del encarecimiento de la energía. A pesar de ello, las tasas de largo plazo se mantienen bajas, reflejo de la credibilidad anti-inflacionaria de las autoridades monetarias.

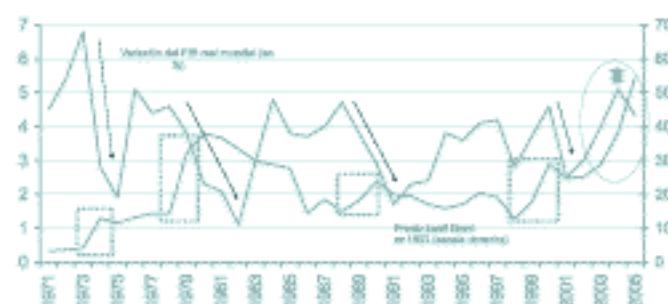
Continuidad en el crecimiento sólido

En 2006, el dinamismo económico en conjunto será similar al del año precedente, pero con una composición algo diferente. En Estados Unidos esperamos una desaceleración de su crecimiento del 3,2% al 2,8%. Detrás de esta evolución estarían principalmente dos factores. Por un lado, el comportamiento del mercado inmobiliario. Si bien algunos indicadores sugieren que la actividad en este sector permanece fuerte, otro creciente número apunta, tras las sucesivas alzas de tasas de interés, a una moderación en la demanda de vivienda y señalan que la prevista desaceleración está cerca. Por otro lado, la moderación del dinamismo en el consumo privado. Su evolución vendría condicionada por una menor expansión del ingreso real disponible por la convergencia de la productividad con su tendencia de largo plazo (2-2,5%), una creación de empleo más moderada ante la mayor cautela de las empresas, el enfriamiento del sector inmobiliario (efecto riqueza) y una tasa de ahorro negativa. En este escenario para la demanda interna, y considerando que la inversión productiva podría no compensar la moderación en la inmobiliaria, asistiremos a una menor expansión de las importaciones de bienes, reduciéndose el déficit por cuenta corriente estadounidense en 2006 y 2007. En contraste, prevemos que el déficit fiscal aumentará el primer año por los gastos de reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes. En la Unión Económica y Monetaria (UEM) europea las perspectivas han mejorado gracias a un contexto internacional favorable y a una divisa que ha frenado este año su apreciación con el dólar. La confianza ha comenzado a repuntar de forma significativa, especialmente en Alemania, lo que permite esperar una recuperación de la actividad hacia tasas del 2,0% en 2006, tras el avance del 1,3% el año anterior. No obstante, la incertidumbre acerca del crecimiento europeo no se ha disipado por completo.

El sudeste asiático y particularmente China, que acaba de revisar al alza el valor de su producción agregada, seguirán mostrando tasas próximas al promedio elevado de los últimos años. La cuarta economía del mundo mantendrá un dinamismo notable de la inversión, consistente con un modelo de expansión que busca el desarrollo de plataformas exportadoras, mientras que previsiblemente el gasto en consumo de las familias seguirá mostrando una pauta moderada. Por su parte, Japón podría recoger en 2006 el impacto positivo del crecimiento en la zona, recuperando tasas de avance cercanas a su potencial.

Otras regiones seguirán beneficiándose del choque en los términos de intercambio que ha supuesto el encarecimiento de las materias primas que exportan, ya que los precios de estos productos, aunque se moderarán

Crecimiento mundial y precio del petróleo



Fuente: BBVA a partir de FMI y Bloomberg; *Previsión

Costos laborales unitarios (tasa de crecimiento medio en %)



Fuente: BBVA en base a estadísticas nacionales

Productividad no agrícola e ingreso real disponible en Estados Unidos (tasa media anual en %)



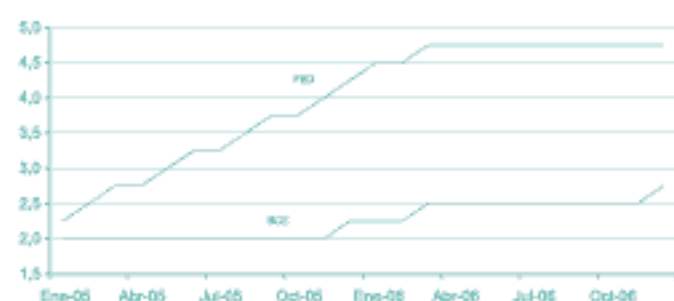
Fuente: BLS, BEA

Precios de producción y de consumo (subyacente; tasa de variación anual en %)



Fuente: BLS

Estados Unidos y UEM: Tipos oficiales y previsiones (en %)



Fuente: BBVA

respecto a 2005, seguirán siendo elevados. Es el caso de Oriente Medio, que podrá mantener tasas de crecimiento en el entorno del 5% y que, dado el moderado crecimiento de la inversión en capital físico, podrían registrar el mayor superávit por cuenta corriente entre los países emergentes.

Ajuste paulatino de las políticas monetarias

En el contexto anterior, en el que el ritmo de crecimiento mundial en 2006 se mantendrá elevado, es previsible que los bancos centrales adopten una política menos expansiva. Sin embargo, dado que la prioridad de las autoridades monetarias es el control de las expectativas de precios, y éstas en términos generales se mantienen moderadas, se anticipa que el ajuste de tasas de interés será paulatino, descartando un escenario de fuerte ajuste en las economías.

En Estados Unidos, nuestros modelos indican que la inflación subyacente mantendrá una tendencia moderada al alza durante 2006 (2,5%), derivada de la transmisión rezagada de los mayores costos de producción a precios finales. La posición de la economía en el actual ciclo de expansión, con el mercado laboral fortaleciéndose, el notable crecimiento de la productividad y la baja capacidad ociosa imponen riesgos al alza, pero la flexibilidad de los mercados, la elevada competencia, los bajos precios externos, la absorción de mayores costos ante los elevados márgenes y, principalmente, las expectativas de inflación ancladas, acotarán estos aumentos. Bajo estos parámetros, y con una inflación general esperada del 2,8% para 2006, preveemos que la Reserva Federal situará las tasas de interés oficiales en niveles del 4,75% en el primer trimestre de 2006, niveles de mayor neutralidad monetaria en los que podría detenerse el proceso de subidas iniciado en junio de 2004.

En la UEM, aunque el Banco Central Europeo inició el ciclo alcista de tasas en diciembre de 2005, justificado en el crecimiento monetario y el temor a un deterioro de las expectativas de inflación, no parece probable que se produzcan subidas significativas. Ante las dudas y la incertidumbre acerca del crecimiento futuro de la zona, esperamos que las tasas oficiales se sitúen en el 2,75% al finalizar el año 2006. En Japón, las previsiones no son más agresivas, e incluso la primera subida de tasas podría retrasarse más de lo que descuenta el mercado, que la sitúa a mediados de 2006. El recorrido es limitado, ya que una subida prematura de las tasas de interés podría tener un impacto negativo sobre la salida del proceso deflacionista.

La globalización y la diversificación financiera apoyan el anclaje de las tasas de largo plazo

El aplanamiento que se observa en las curvas de tasas de interés en un contexto generalizado de políticas monetarias menos expansivas, respondería a la confluencia de dos factores. El primero sería la profundización de los flujos de capital, en cuya expansión de los últimos años destaca el incremento en la operativa en bonos. Detrás de esta evolución estarían la incertidumbre en la economía mundial, el ahorro elevado en Europa y Japón por el ciclo de vida, cuestiones regulatorias que afectan principalmente a la operatoria de las compañías de seguros o fondos de pensiones, y el desarrollo del mercado corporativo europeo o el mercado de bonos emergentes en moneda local. El segundo factor sería la diversificación en los flujos de capital, ya que un mayor número de agentes y de países participa activamente en el mercado financiero. Así, la dispersión de los saldos de balanza corriente no sólo no ha disminuido, sino que ha aumentado en los últimos años. El déficit corriente de Estados Unidos está aumentando y entre las economías superavitarias no sólo destacan las del sudeste asiático o Japón, sino también los países exportadores de petróleo.

Esta profundización y diversificación de los flujos de capital podría estar suponiendo, según algunas estimaciones, casi un punto porcentual menos de rentabilidad en el tramo de 10 años. Dado que no se anticipa una inflexión en ambas tendencias y que tampoco existen elementos para pensar en un aumento de la volatilidad nominal y real de las economías, cabe esperar que las rentabilidades de largo plazo se mantengan en niveles

bajos. En particular, la curva de deuda en Estados Unidos podría mantenerse prácticamente plana, con tasas a 10 años que terminarían el año 2006 en niveles del 4,9%, y podrían avanzar hacia el 5,1% en 2007, menos de un punto porcentual por encima de su nivel de diciembre de 2005. En la UEM, la rentabilidad del 10 años podría situarse en el 4,0% y en el 4,3% al finalizar 2006 y 2007, respectivamente. Esto implica que va a seguir habiendo un diferencial positivo entre Estados Unidos y la UEM, aunque algo menor que el actual.

Escasos desalineamientos y diferenciales de tasas, factores claves en divisas

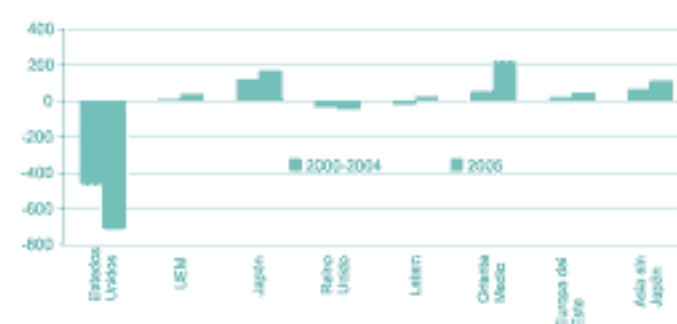
Aunque en menor medida que en 2005, el diferencial de tasas de interés seguirá siendo un factor de soporte para el dólar, a pesar del elevado déficit por cuenta corriente de la economía estadounidense. Sin embargo, es menos probable que esta divisa encuentre factores adicionales de impulso. En este sentido, cabe destacar que los niveles máximos del dólar vistos a finales de los noventa, estuvieron acompañados, desde el punto de vista de los flujos de capital, de un notable dinamismo de la inversión extranjera directa hacia Estados Unidos, que ahora no se está observando. A pesar de que esta economía mantiene diferenciales positivos de productividad con otras áreas, no se percibe en estos momentos que haya un sector que pueda liderar un proceso de inversión similar al que tuvo lugar a finales de los años noventa, vinculado al comportamiento de la tecnología.

En consecuencia, sin grandes impulsos para los próximos dos años, con un soporte en los diferenciales de tasas, y con riesgos de que vuelva a ponderar el déficit corriente en la cotización de la divisa, el dólar se moverá en un rango con el euro que podría situarse en 1,20-1,25 en 2006 y desviarse un 2-3% al alza en 2007. La evolución del resto de divisas estará vinculada a dos factores. El primero de ellos es el hecho de que no se observan grandes desalineamientos entre las actuales cotizaciones cambiarias y la estimación de los niveles de equilibrio de las divisas. El segundo factor son los diferenciales de rentabilidad. Países con altos niveles de tasas de interés seguirán siendo destinos atractivos para los inversores, frente a aquellos con tasas de interés bajas, provocando presiones apreciadoras sobre las divisas de los primeros. Todo ello en ausencia de elementos que provoquen un aumento de la aversión al riesgo, como pudiera ser un episodio de inestabilidad política en alguna economía emergente, un deterioro de sus perspectivas macroeconómicas o un punto de inflexión en las condiciones de liquidez de los mercados financieros internacionales.

Riesgos sobre el escenario central

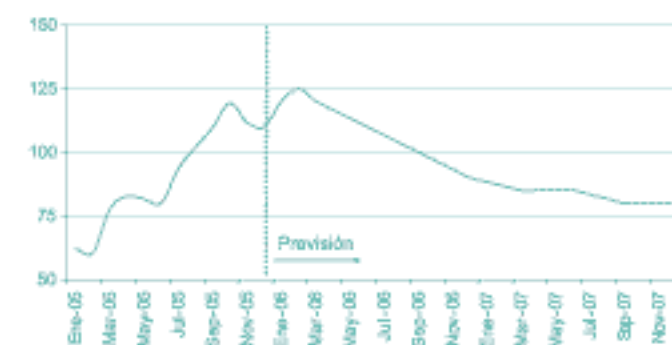
Entre los factores de riesgo globales para 2006 cabe mencionar la desaceleración de alguna de las economías más dinámicas del mundo, especialmente China y Estados Unidos. En el primer caso, su dinamismo actual y la ausencia de señales de claro recalentamiento llevan a asignar una baja probabilidad a un escenario de brusca desaceleración. En el caso estadounidense, los signos de moderación en el sector inmobiliario alertan sobre los riesgos que derivan de un ajuste del precio de los activos, que en caso de producirse podría llevar a una reducción de las tasas de interés en todos los plazos de la curva. Ahora bien, la probabilidad de que se produzca dicho ajuste es limitado, ya que hay factores que podrían compensar el efecto negativo sobre la riqueza de las familias: las condiciones financieras, los niveles de productividad y el comportamiento del mercado laboral.

Balanza por cuenta corriente por regiones (miles de millones de USD)



Fuente: FMI

Diferencial de la tasa a 10 años Estados Unidos-UEM (en puntos básicos)



Fuente: BBVA

Evolución del PIB

serie en pesos a precios de 1993

	Var. a/a serie original	Var. t/t serie desest.
I Trim.'04	11,3%	2,0%
II Trim.'04	7,1%	1,3%
III Trim.'04	8,7%	3,0%
IV Trim.'04	9,3%	2,6%
Prom. 2004	8,0%	-
I Trim.'05	8,0%	0,9%
II Trim.'05	10,4%	2,8%
III Trim.'05	9,2%	2,3%
Acum. 9 m. 2005	9,2%	-

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

Evolución de la Oferta y Demanda Global
variaciones % - series a precios de 1993

	PIB a precios de mercado	Consumo Privado	Inversión Bruta Interna	Exportaciones Netas
2003	8,8%	8,2%	38,2%	-19,5%
2004	9,0%	9,5%	34,4%	-36,2%
acum. 9m.'05	9,2%	9,4%	20,9%	-1,0%
I trim.'05	8,0%	8,1%	13,4%	19,4%
II trim.'05	10,4%	10,9%	25,0%	-17,9%
III trim.'05	9,2%	8,9%	23,1%	-0,7%

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

3. Entorno Macroeconómico

El 2005 volvió a repetir el excelente desempeño del bienio anterior

Durante el 2005 el nivel de actividad no mostró signos de desaceleración como preveían la mayoría de los analistas. Los datos disponibles al III trimestre muestran un crecimiento acumulado que alcanza al 9,2% interanual, superando los niveles registrados durante los dos años previos (2003: 8,8% y 2004: 9,0%).

De esta forma, a la fecha se suman trece trimestres de crecimiento ininterrumpido (a nivel desestacionalizado), lo cual permite nuevamente ubicarnos en un nivel de actividad récord (5,0% por encima del nivel máximo alcanzado en el anterior ciclo de expansión, al II trimestre '98).

Al igual que en años anteriores, el componente más dinámico de la Demanda Global es la Inversión Bruta Fija debido al desempeño exhibido por Construcción y, principalmente, Equipo Durable. Como puede verse en el recuadro que acompaña este capítulo parte de estas inversiones han posibilitado la expansión de la producción industrial sin modificar sustancialmente los niveles de utilización de la capacidad instalada con respecto al año anterior.

Un segundo componente que, aunque de menor dinamismo ha mostrado durante los últimos trimestres una importante aceleración, es Exportaciones. Esta marcada aceleración puede ser explicada por el buen desempeño del sector agrícola (especialmente debido a una importante cosecha de soja) y la reacción que se está observando en el comportamiento de las Manufacturas de Origen Industrial y que puede ser relacionada con los efectos, aunque demorados, de la devaluación (ver Capítulo La paradoja de las exportaciones).

Si bien el Consumo Privado mostró un dinamismo semejante al del PIB, por su peso en la Demanda Global es el componente de mayor incidencia y por lo tanto explica gran parte de su evolución.

En este contexto proyectamos un IV trimestre '05 en donde no se desaceleren las tasas de crecimiento desestacionalizadas observadas durante los primeros tres trimestres del año. Los datos conocidos a la fecha de los indicadores de coyuntura contribuyen a sostener esta hipótesis. Tomando en cuenta esta proyección del IV trimestre es que esperamos que el PIB del 2005 cierre en torno al 9,0% anual de aumento.

El 2006 ralentizaría su crecimiento por factores de demanda

Un primer punto que debe tenerse en cuenta al elaborar un escenario para el 2006 es el importante arrastre estadístico dejado por el 2005 y que estimamos similar al existente a fines del 2004.

Al llevar el análisis del lado de la Demanda, un segundo punto que surge es que algunos componentes podrían exhibir ciertos signos de desaceleración aunque todos continuarían manteniendo un significativo dinamismo.

En el caso de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), aunque continuaría siendo el componente de la demanda agregada que presente la mayor tasa de expansión, proyectamos que será el que más se desacelerará. La ralentización en el crecimiento de esta variable puede ser explicada principalmente por la recomposición de los stocks de capital después de la crisis al tiempo que las tasas de inversión buscarían converger a su nivel potencial. Así, la participación de la IBIF en el PIB promediaría un 20,8% en 2006, muy cercana al máximo alcanzado en 1998 de 21,1%. En la economía todavía persisten incertidumbres que dilatan la realización de proyectos de mayor envergadura y dificultan la posibilidad de superar estos niveles de participación.

Es importante destacar, sin embargo, que merced a la importante expansión

que viene mostrando la Inversión durante los últimos años es que el 2006 se constituiría en el tercer año de crecimiento neto positivo del stock de capital de la economía, a la vez que el ratio Inversión/PIB vuelve a ubicarse a niveles similares a los máximos alcanzados durante la década del '90. Un ejemplo de lo anterior puede verse en el apartado donde se ilustra cómo la Industria expande su capacidad instalada.

En materia de Exportaciones, pensamos que el marcado crecimiento del 2005 no podría ser repetido ya que éste estuvo influenciado por un excepcional desempeño del sector agrícola. No obstante, volveríamos a la tendencia de crecimiento esperable para este nuevo ciclo en torno al 8,0% anual. Finalmente, la evolución del Consumo Privado se vería resentida por una menor expansión de la Masa Salarial como consecuencia de una desaceleración en el crecimiento del salario real. Frente a este escenario de Demanda vuelve a surgir el interrogante si la oferta local está en condiciones de responder de forma adecuada.

En este sentido, el primer limitante que podría plantearse es la restricción de la capacidad productiva. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que de existir esta limitación sólo es efectiva en los sectores productores de bienes. Entendemos que dentro de los mismos es en la Industria Manufacturera donde la escasez de capacidad impacta de manera más significativa.

Al respecto, las conclusiones del Recuadro nos señalan que la Industria Manufacturera estaría en condiciones, por lo menos a nivel agregado, de repetir la performance del 2005.

En lo que hace al sector Agropecuario las limitaciones al crecimiento estarían más vinculadas al sector Pecuario (stock ganadero, rodeo lechero, etc.) y en general, estimamos que las mismas se harían efectivas a mediano plazo de no mediar inversiones al respecto. Asimismo, la evolución del sector Agrícola está más relacionada con factores climáticos los cuales ya han sido contemplados en nuestra estimación de crecimiento.

Finalmente, no encontramos dificultades para que el sector Construcción pueda responder a las necesidades de la Demanda.

En cambio, sí podemos advertir un posible freno al crecimiento en el segundo limitante vinculado a la restricción energética. A partir de un análisis preliminar podemos establecer que con la actual capacidad de transporte se podrían presentar problemas de abastecimiento durante periodos de fuerte demanda (época invernal). Sin embargo, creemos que para los momentos de alta demanda ya estarían en condiciones de entrar en funcionamiento las ampliaciones en la red de transporte de gas anunciadas por el Gobierno a mediados del año pasado. Adicionalmente, en lo que respecta al sector eléctrico estimamos que continuaría la estrategia de utilización de fuel oil como combustible sustituto en la generación.

De esta manera, concluimos que en líneas generales no existirían limitaciones por el lado de la Oferta con lo cual el nivel de expansión del PIB estaría en función del comportamiento de la Demanda antes comentado. En este escenario la expansión del PIB durante el 2006 alcanzaría un 7% anual, valor que implica una ligera desaceleración de las tasas trimestrales de crecimiento marginal.

Proyección de la evolución del PIB

	Arrastre estadístico	Crecimiento trím. marginal	Proyección del PIB
2003	0,9%	2,8%	8,8%
2004	3,7%	2,2%	9,0%
2005 (e)	3,7%	2,3%	9,0%
2006 (e)	4,3%	1,2%	7,0%

Fuente: BBVA - Banco Frances

Proyecciones de Oferta y Demanda Global variaciones % - series a precios de 1993

	PIB a precios de mercado	Consumo Privado	Inversión Bruta Interna	Exportaciones Netas
2004	9,0%	9,5%	34,4%	-38,2%
2005 (e)	9,0%	8,4%	21,2%	-9,2%
2006 (e)	7,0%	7,0%	13,5%	-22,6%

Fuente: BBVA - Banco Frances

Las inversiones aseguran la posibilidad de nuevos incrementos en la Producción Industrial.

Jorge Lamela jorge.lamela@bancofrances.com.ar
 Rodrigo Falbo rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar

- ✓ El objetivo del presente ejercicio es analizar la evolución de la utilización de la capacidad instalada de la Industria con el fin de calcular la posible restricción que enfrentará la producción en el año 2006.
- ✓ Tomando como base un trabajo elaborado por el Indec sobre inversiones realizadas durante el 2005 es que estimamos que el año 2006 a nivel agregado se encontraría con una capacidad ociosa similar a la que registrara la Industria a principios del 2005.
- ✓ En conclusión, la capacidad instalada de la Industria no sería un limitante de crecimiento a corto plazo a nivel agregado. Lo que sí se observa es que algunos bloques no podrían repetir la performance del 2005 sin mediar inversiones adicionales.

Desde el comienzo de la recuperación iniciada en el segundo trimestre del año 2002, la expansión de la actividad del sector industrial alcanzó un 48%, permitiendo que se superara el anterior récord de producción logrado en el II trimestre '98.

Este marcado crecimiento de la actividad fue posible debido al elevado nivel inicial de ociosidad de que disponía la industria manufacturera. De aplicarse este nivel de crecimiento al valor inicial de capacidad utilizada surge que a la fecha el nivel de utilización debería ubicarse en el 81%, no obstante el nivel observado se encuentra en torno al 74% lo cual denota entonces que han mediado inversiones en el período bajo análisis. (*)

Y es precisamente sobre el impacto de las nuevas inversiones realizadas en distintos bloques de la actividad industrial que el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) ha publicado un trabajo en noviembre 2005. En el mismo se especifica un rango de posibles incrementos de la capacidad instalada de producción que se concretaron durante el año 2005.

En base a los datos suministrados por el Indec, el siguiente ejercicio intenta medir el impacto que sobre la capacidad de crecimiento de la industria manufacturera para el año 2006 tendrían las inversiones. Para calcular el valor promedio de la industria se utilizaron los ponderadores del EMI por bloque de actividad que toman en cuenta el Valor Agregado correspondiente al año 1997.

Para analizar la situación actual de los distintos bloques y del promedio general de la industria es que confeccionamos los cuadros donde pueden verse los resultados siguiendo los pasos que detallamos a continuación y que corresponden a cada una de sus columnas:

- a) En primer lugar, tomamos en cuenta los valores de capacidad utilizada por bloque industrial del IV trimestre '04 como valor de referencia, ya que en el Comunicado del Indec se hace especial mención a que el aumento previsto de la capacidad instalada se produjo durante el 2005.
- b) Consideramos la variación registrada entre el trimestre agosto-octubre '05 (último valor conocido) del Estimador Mensual Industrial (EMI) correspondiente a cada bloque con relación al valor base del IV trimestre '04.
- c) Al valor de capacidad utilizada en el IV trimestre '04 lo incrementamos por la variación señalada en el punto anterior, obteniendo de esta manera una capacidad teórica de utilización, si en el período correspondiente no hubieran existido ninguna inversión ni destrucción de capital. Siendo:

$$UCI = \frac{Y}{Y^*}$$

Donde:

UCI: Utilización de la capacidad instalada

Y: producto obtenido por la industria en el período.

Y*: producto máximo que puede obtenerse con la capacidad instalada actual.

Entonces:

$$\text{Variación UCI} = \text{Variación Y} - \text{Variación Y}^*$$

Pero en este caso teórico suponemos que Variación Y* = 0.

- d) Asumimos el valor 100 como la capacidad máxima que puede obtenerse (Y*) en el IV trimestre '04.
- e) Tomamos el valor medio del rango sugerido por el Indec de incremento en la capacidad instalada de producción, lo que sería Var Y* en la fórmula anterior.
- f) Calculamos la nueva capacidad instalada que surge de la aplicación de la variación sugerida en el Comunicado sobre la base del IV trimestre '04, para cada bloque industrial y el promedio general.
- g) Con los valores obtenidos en c) y f) surge la capacidad teórica de cada rama si toda la inversión anunciada ya se hubiera producido.
- h) En último término, tomamos en consideración los valores de capacidad utilizada efectivamente observados en el trimestre agosto-octubre '05 que surgen del relevamiento efectuado por el Indec.

Es importante destacar que de los 11 bloques industriales sólo uno no registra ningún aumento en su capacidad de producción (Refinación de petróleo), actividad que según surge de la encuesta del Indec tendría previsto planes recién para el 2006.

De la comparación entre los valores teóricos obtenidos de capacidad de haberse producido ya toda la inversión anunciada (columna g) y los valores efectivos (columna h) se obtiene el porcentaje que todavía resta de completar para arribar al total de inversión anunciada

Se puede apreciar que en general todavía falta agregar capacidad instalada de producción en la mayoría de los bloques industriales, destacándose Sustancias y Productos Químicos y Caucho y Plástico entre las que aún tienen más capacidad para agregar. En lo que hace al promedio de la industria, puede verse que de concretarse el total de inversiones el uso de capacidad instalada debería ubicarse para el nivel de producción del trimestre agosto - octubre en el 71,4%, mientras que el efectivamente observado se ubicó unos dos puntos porcentuales por encima, en el 73,7%.

Situación de Utilización de Capacidad Instalada (%)

Bloques Sectoriales	UCI IV Trím'04 (a)	Var % EMI Ago-Oct'05/IV Trím'04 (b)	UCI (e) Ago-Oct'05 e = (a)*(1+(b))
Productos Alimentos y Bebidas	72,5	12,7%	81,7
Productos del Tabaco	65,8	-12,3%	57,7
Productos Textiles	73,1	21,6%	88,9
Papel y Cartón	84,3	-1,5%	83,1
Edición e Impresión	72,4	7,1%	77,6
Refinación del Petróleo	89,3	3,2%	92,2
Sustancias y Productos Químicos	76,0	7,2%	81,5
Caucho y Plástico	65,1	13,2%	73,7
Minerales no metálicos	56,1	17,3%	65,7
Industrias Metálicas Básicas	96,6	-4,5%	92,3
Vehículos Automotores	39,8	22,5%	48,7
Metalmecánica, exc Automotriz	59,7	13,8%	68,0
NIVEL GENERAL	69,8	9,7%	76,6

Fuente: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos y elaboración propia.-

Situación de Utilización de Capacidad Instalada (%)

Bloques Sectoriales	CI Potencial IV Trím'04 (d)	Var % Estimada Capacidad (e)	CI Potencial Ago-Oct'05 (f) = (d)*(1+(e))	UCI (e)/CI Ago-Oct'05 (g) = (f)/(c)*100	UCI observada Ago-Oct'05 (h)
Productos Alimentos y Bebidas	100,0	7,0%	107,0	76,4	77,7
Productos del Tabaco	100,0	4,0%	104,0	55,5	57,0
Productos Textiles	100,0	6,0%	106,0	83,9	86,6
Papel y Cartón	100,0	9,0%	109,0	76,2	76,4
Edición e Impresión	100,0	10,0%	110,0	70,6	74,5
Refinación del Petróleo	100,0	0,0%	100,0	92,2	92,0
Sustancias y Productos Químicos	100,0	9,0%	109,0	74,7	79,1
Caucho y Plástico	100,0	11,0%	111,0	66,4	72,9
Minerales no metálicos	100,0	8,0%	108,0	60,9	62,3
Industrias Metálicas Básicas	100,0	3,0%	103,0	89,6	91,5
Vehículos Automotores	100,0	10,0%	110,0	44,3	45,9
Metalmecánica, exc Automotriz	100,0	8,0%	108,0	62,9	64,6
NIVEL GENERAL	100,0	7,3%	107,3	71,4	73,7

Fuente: Servicios de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos y elaboración propia.-

La primera conclusión que puede desprenderse del ejercicio realizado es que a nivel agregado la industria manufacturera se encuentra a inicios del 2006 con un nivel de utilización de capacidad instalada similar al registrado a comienzos del 2005. Es decir las inversiones realizadas durante el año pasado permitieron expandir las posibilidades de producción por bloque de forma tal que pudo absorberse parte del importante crecimiento de la actividad industrial.

Considerando esta situación a nivel agregado el 2006 estaría en condiciones de alcanzar una performance semejante a la observada durante el 2005 aún sin mediar las inversiones que algunos sectores ya han anunciado pero que a la fecha aún no se pueden precisar.

No obstante, al analizar la evolución desagregada, una segunda conclusión que puede extraerse es que no todos los bloques sectoriales estarían en condiciones de repetir su desempeño del 2005, en particular debemos destacar el caso de Productos Textiles. Más allá de las inversiones realizadas el significativo aumento en la producción (21,6%) deja a este sector en una situación de nivel de utilización elevada quitándole margen para lograr nuevos incrementos de no mediar expansiones en las capacidades instaladas.

De cara al 2006 se modifica ligeramente la configuración de la situación de los bloques sectoriales en lo que respecta a su utilización de la capacidad instalada. Dentro de un primer "pelotón" con uso de las capacidades por encima del 80%, se encuentran Refinación de Petróleo, Industrias Metálicas Básicas y algo más retrasado aparece Productos Textiles. Nótese que de los tres bloques comentados los dos primeros ya se encontraban en igual situación hacia fines del 2004 y durante el 2005 no modificaron su situación debido a la ausencia de inversiones en el caso de Refinación de Petróleo y a la utilización de la inversión marginal en Industrias Metálicas Básicas.

En lo que respecta a Productos Textiles el ya comentado incremento en la producción hace que este sector quede con un alto nivel de utilización de su capacidad instalada desplazando del "primer pelotón" a Papel y Cartón que gracias a su importante nivel de inversión desciende en el nivel de utilización de su capacidad.

En un segundo "pelotón" se ubican la mayoría de los bloques sectoriales con uso de la capacidad instalada por encima del 70% pero por debajo del 80%.

Finalmente, en el tercer "pelotón" se ubican aquellos bloques con uso de la capacidad por debajo del 70%, Productos minerales no metálicos, Industria metalmecánica e Industria Automotriz. Un punto que merece destacarse es el bajo nivel de utilización de la capacidad instalada que exhibe el último de los sectores mencionados, el cual a pesar de ello debe realizar inversiones con el fin de adecuar sus plantas a los cambios de modelos (nótese que en el 2005 las inversiones realizadas por este sector fueron de las que agregaron mayor nivel de capacidad).

(*) Asumimos una relación directa entre la evolución de la producción por bloque y el incremento en la utilización de su capacidad instalada, sin considerar una hipótesis de rendimientos, debido a la forma en la cual el Indec formula la pregunta en su encuesta sobre el uso de la capacidad instalada.

Se repetiría en el 2006 un buen desempeño fiscal

Recaudación tributaria

Recaudación tributaria en % del PIB

	1997	1999	2001	2002	2003	2004	2005 (e)	2006 (e)
IVA bruto	7,6%	7,1%	6,4%	5,8%	6,7%	7,4%	6,8%	6,8%
Ganancias	2,8%	3,3%	3,8%	2,9%	3,9%	5,0%	5,2%	5,3%
Comercio exterior	1,0%	0,8%	0,8%	2,0%	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%
Seguridad Social	3,0%	3,2%	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%	3,1%	3,2%
Débitos y Créditos	0,0%	0,0%	1,1%	1,6%	1,6%	1,7%	1,6%	1,6%
Otros impuestos (bruto)	2,4%	3,1%	2,6%	2,6%	2,8%	2,8%	2,8%	2,5%
Total recaudación neta ^{1/}	16,8%	16,8%	16,9%	16,1%	19,2%	22,0%	22,3%	22,4%

^{1/} Recaudación neta de devoluciones, reintegros fiscales y reembolsos.
Fuente: elaboración propia en base a estadísticas del Ministerio de Economía.

Hacia fines de los 90, la recaudación tributaria se ubicaba entre 16,5 y 17 puntos del PIB aunque en el 2000, la recaudación mostró una suave suba principalmente atribuida a modificaciones en el impuesto a las ganancias sobre las personas físicas. La crisis iniciada en el 2001 se afrontó con la creación de dos impuestos: las retenciones a las exportaciones y el impuesto a los débitos y créditos que, en el 2004 ya representaban 4 puntos del PIB, más que todo el superávit primario del 2004 y 2005.

Mirando la apertura por grandes impuestos, se destaca que prácticamente toda la mejora experimentada por la recaudación tributaria entre 2001 y 2005 se explica por estos dos impuestos que compensaron la profunda caída que experimentó la mayoría del resto, los cuales sólo entre el 2004-2005 terminarían recuperándose con relación a sus niveles previos.

La excepción fue Ganancias ya que durante la crisis del 2002 dicho impuesto resultó el más castigado porque el deterioro de la economía en general afectó las ganancias de las empresas, sobre todo, de aquellas que resultaron más perjudicadas con la devaluación. Este efecto se revirtió al año siguiente en el que las empresas relacionadas con bienes transables mejoraron notablemente sus ganancias. Por otro lado, la recaudación de este impuesto se vio reforzada al no permitirse ningún ajuste por inflación en los balances y al no volver a ajustarse los mínimos no imposables para personas físicas. Estos últimos factores han sido los que han mantenido la recaudación de ganancias en niveles crecientes y muy superiores a los pre-crisis.

Mirando para adelante, parece poco probable que la recaudación crezca menos que el PIB nominal, al contrario, podrían sorprender algunas mejoras por ejemplo en IVA si mejora el consumo, o en Seguridad Social, si sigue aumentando el grado de formalidad del empleo, lo cual está contemplado en nuestra estimación del 2006.

En el futuro inmediato, es muy difícil que se eliminen los impuestos distorsivos cuando estos explican en su totalidad el superávit primario actual del sector público. Estimamos que la baja de estos podría producirse sólo por factores externos, por ejemplo, baja en el precio de los commodities, que por el momento tienen baja probabilidad. En todo caso, la eliminación de estos impuestos debería darse en el marco de una reforma impositiva global que no parece ser una prioridad de las actuales autoridades por el momento.

Gasto Primario en % del PIB

	1997	1999	2001	2002	2003	2004	2005 (e)	2006 (e)
GASTO PRIMARIO	18,1%	18,0%	18,2%	16,8%	18,2%	19,8%	20,1%	20,3%
Remuneraciones	2,6%	2,5%	2,4%	2,2%	2,3%	2,1%	2,2%	—
Bs y servicios y otros gastos corrientes	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	1,0%	—
Prestaciones a la seguridad social	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,2%	5,1%	4,7%	—
Transferencias al sector privado	2,0%	2,3%	2,2%	2,8%	3,0%	2,8%	2,9%	—
Transferencias a provincias	5,2%	5,5%	5,2%	4,7%	5,5%	6,8%	7,0%	—
Otras transferencias al sector público	0,8%	0,8%	0,8%	0,5%	0,5%	0,6%	0,5%	—
Gs de capital	1,3%	1,1%	1,0%	0,7%	0,8%	1,3%	1,8%	—
GASTO PRIMARIO neto de Coparticipación, Ode de acuerdos pciales y Leyes especiales	13,6%	14,3%	13,7%	13,4%	13,8%	13,9%	13,8%	—

Fuente: elaboración propia en base a estadísticas del Ministerio de Economía.

Gasto Primario

El impacto de la crisis sobre el gasto primario a nivel agregado se percibió prácticamente sólo en el 2002, pero el gasto neto de las transferencias a provincias (incluimos Coparticipación, Garantía de acuerdos provinciales y Leyes especiales), muestra baja elasticidad ya que, como se observa en el cuadro, casi no hubo modificaciones en su nivel en términos del PIB entre 2001 y 2005. Un punto positivo es que el gasto primario aumentó a un ritmo inferior al de los ingresos, lo que permitió expandir fuertemente el superávit primario entre el 2003 y el 2004.

De todas formas, se observan cambios en la distribución del gasto a favor de las transferencias a provincias, transferencias al sector privado y de los gastos de capital. Las prestaciones a la seguridad social bajaron abruptamente su participación, dado que los ajustes que se hicieron beneficiaron sólo a la franja de beneficiarios con jubilaciones y pensiones relativamente más bajas.

Estructuralmente, se debería ser capaz de sostener en los próximos años como mínimo un superávit primario de 3 puntos del PIB, suficiente para pagar los intereses de la deuda (entre 1,5 y 2 puntos del PIB) y reducir el endeudamiento neto argentino. El objetivo parece razonable a la luz del comportamiento que han tenido los agregados de ingresos y gastos ya que las mejoras en el margen que mostraron los ingresos se dedicaron a aumentar el gasto sólo de forma parcial. Este modelo podría comenzar a

debilitarse si la inflación se mantiene en tasas menos tolerables políticamente, que generen mayores presiones salariales en el sector público y pongan en riesgo las metas de gasto. Nuestra impresión es que en el 2006 el gasto seguiría aumentando ligeramente en términos del PIB, en mayor proporción que los ingresos, aunque es posible alguna desaceleración con respecto al año 2005, si el gobierno se concentra en reafirmar su objetivo de solvencia fiscal para contener presiones inflacionarias.

El Fondo anticíclico

La idea del fondo anticíclico es que se respetará el nivel de gastos presupuestado y que todo aumento en la recaudación que exceda lo planeado se destinará a la constitución de este fondo. Esto marca una diferencia con respecto al tratamiento que se hizo durante el año 2005 en que se aumentaron las partidas de gasto conforme crecían los ingresos.

En primer lugar, el presupuesto 2006 es conservador en el sentido que supone que los ingresos caen en términos del PIB en el año 2006 (al contrario, creemos como ya explicamos que los ingresos podrían tener alguna mejora marginal) y que el crecimiento de la economía sería modesto (crecimiento del PIB real del 4%).

Bajo la hipótesis de que los ingresos crecen como en nuestra estimación y se respetan los gastos pautados en el presupuesto (excluyendo la Coparticipación que se toma como un porcentaje de la recaudación), habría un "sobrante" de cerca de \$ 6.000 millones que pasaría contabilizarse como fondo anticíclico. El superávit primario ascendería a 4,0% del PIB frente al 3,3% presupuestado y 3,4% de nuestra estimación.

En cualquier caso, la constitución del fondo cuya creación ratificó la actual Ministra de Economía, actuaría tanto para reducir los problemas de financiamiento que podrían presentarse durante el 2006 (ahora aliviados debido a la cancelación de la deuda con el FMI), como a aplicarse a comprar dólares, si fuese necesario un esfuerzo de absorción monetaria muy fuerte de parte del Banco Central.

Finalmente, la inflación del 2005 se ubicó por encima de las previsiones de consenso

La inflación durante el pasado año verificó una significativa aceleración si se la compara con las cifras observadas en los años recientes. Con información al mes de noviembre los precios minoristas acumulan un incremento del 11,1% y según nuestras proyecciones, el 2005 cerraría con una variación del IPC en torno al 12,0%. Esta variación en el índice duplica el nivel registrado durante el 2004 (6,1%), y más que triplica el del 2003 (3,7%).

Al analizar la evolución del IPC del 2005 en forma desagregada se observa que Alimentos y bebidas es el rubro que explica una parte muy importante de la suba de los precios minoristas. Esto es así en primer lugar, debido a su ponderación (representa el 31% del índice), y en segundo lugar a que fue uno de los rubros que exhibió mayores incrementos (al mes de noviembre registraba una variación del 14,8%).

Otros rubros que por su aumento merecen ser mencionados son, Educación que a noviembre exhibe el mayor incremento (16%), Vivienda y servicios básicos (14,4%), e Indumentaria (12,6%). En el caso de Educación estamos asistiendo a un reajuste del subrubro servicios educativos, dado que el componente textos y útiles ya mostraba incrementos de importancia. Con respecto a Vivienda y servicios básicos, durante el 2005 se hicieron sentir los aumentos en alquileres y los sueldos de los encargados de edificios, y principalmente las multas introducidas debido a la implementación del plan PUREE (programa de uso racional de la energía).

Evolución del IPC por Capítulos
Variación anual

Otra forma de observar la aceleración de precios es mediante la evolución de la inflación subyacente, es decir aquella que elimina los componentes con precios regulados o que están sujetos a variaciones estacionales. El

Resultado Fiscal SPNF

miles de mil. de \$	Presupuesto 2006	Estimación Base 2006	Est. con Fondo anticíclico
Ingresos	148,5	148,5	148,5
(en % del PIB)	23,7%	23,7%	23,7%
Tributarios	133,1	141,2	141,2
Otros	7,3	7,3	7,3
Gasto primario	121,1	127,2	123,4
(en % del PIB)	20,4%	20,3%	19,7%
Coparticipación	38,8	40,9	40,9
Resto	82,5	86,3	82,5
Resultado primario	19,4	21,2	25,1
en % del PIB	0,0	0,0	0,0
Fondo anticíclico	0,0	0,0	5,7
PIB nominal (e)	594,0	626,6	626,6
PIB var. real (e)	4,0%	7,0%	7,0%
PIB var. Nominal (e)	13,1%	18,4%	18,4%

Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos de MECON

Evolución del IPC por Capítulos Variación anual

	2005		2004		2003	
	var. %	incidencia	var. %	incidencia	var. %	incidencia
Nivel general	11,1%	11,1%	6,1%	6,6%	3,7%	3,8%
Alimentos y bebidas	14,8%	4,8%	8,1%	1,9%	4,7%	1,8%
Indumentaria	12,6%	0,7%	9,7%	0,5%	7,4%	0,4%
Vivienda	14,4%	1,8%	5,3%	0,7%	4,9%	0,8%
Equipamiento y furn. del hogar	5,1%	0,5%	5,0%	0,4%	0,2%	0,0%
Salud	5,0%	0,2%	5,0%	0,8%	3,1%	0,2%
Transporte y comunicaciones	6,4%	1,1%	2,8%	0,5%	0,8%	0,1%
Españamiento	5,4%	0,5%	8,1%	0,7%	4,3%	0,4%
Educación	16,0%	0,7%	7,3%	0,3%	2,1%	0,1%
Bienes y Servicios Varíos	7,5%	0,3%	11,7%	0,6%	6,2%	0,2%

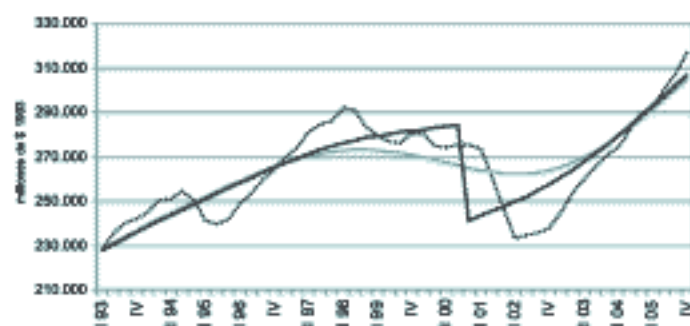
Fuente: Indec

Evolución del IPC por Categorías Variaciones en promedio mensual

	Nivel General	Estacionales	Regulados	Resto IPC
Ponderador	100,00	9,24	20,13	70,63
2003	0,30%	0,49%	0,38%	0,25%
2004	0,49%	0,47%	0,41%	0,52%
acum. 2005	0,96%	1,27%	0,26%	1,08%

Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos de MECON

Evolución del PIB Tendencial
cifras en millones de \$ de 1993



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

promedio mensual de esta variable (siempre con datos a noviembre) alcanza al 1,1%, lo que representa un valor anualizado del 13,7%, mientras que para los dos años previos los niveles se ubicaron en el 0,5% y 0,25% mensual respectivamente.

El Ministerio de Economía busca contener la inflación mediante acuerdos sectoriales

En este contexto, hacia la segunda parte del año pasado el Gobierno comenzó a implementar una estrategia de control inflacionario en la forma de acuerdos con los representantes de algunos de los sectores claves de la canasta de consumo. A partir de la llegada de la Lic. Miceli al Ministerio de Economía esta estrategia se intensificó y desembocó en un acuerdo global donde se conviene con las principales cadenas de supermercados una rebaja del 15% en los precios de 228 artículos durante los meses de diciembre y enero. Así en este período se daría entonces un aumento del IPC por debajo del incremento tendencial verificado durante los meses recientes (1% mensual).

Nuestra opinión es que este tipo de estrategias de control de precios puede ser útil en el corto plazo, ya que la desaceleración del aumento de precios puede morigerar las presiones salariales que alentarían a una nueva ronda de incrementos de precios. Sin embargo, la lucha contra la inflación también requiere de medidas que intenten atacar los orígenes de la aceleración de los precios. En este sentido, es vocación del Ministerio de Economía implementar políticas más estructurales en lo que respecta a inflación, como por ejemplo el sostenimiento de los superávits fiscales a través de la continuidad del fondo anticíclico, y una mayor atención a los acuerdos salariales.

Es en este escenario, la inflación del 2006 repetiría los valores del 2005

Teniendo en cuenta lo comentado en el punto anterior es que proyectamos que el IPC durante el 2006 registraría una variación en torno al 12,0% (similar a la estimación del consenso), repitiendo el incremento del pasado año. Para realizar esta proyección se tuvieron en cuenta los resultados arrojados por los distintos modelos presentados en el informe anterior:

- 1) Modelo Monetario: la inflación depende del exceso monetario existente en el mercado.
- 2) Modelo de Brecha de Producto: la inflación surge como consecuencia de una presión de demanda que el nivel de oferta no tiene capacidad de responder.
- 3) Modelo de Mark Up: la causa de la inflación es el aumento en los salarios y el aumento en el precio de los insumos, principalmente importados, que se hacen evolucionar de acuerdo al tipo de cambio.

Al desagregar la proyección, los rubros que más empujarían al índice en forma relativa serían los relacionados con los servicios no regulados (ej. educación, salud y vivienda excluido servicios básicos para la vivienda). Por otro lado, los rubros que como en años anteriores contendrían el índice, serían los que engloban los servicios regulados (ej. electricidad, gas y agua, transporte y comunicación).

Con respecto a este último es necesario advertir que durante el presente año el Gobierno podría permitir que se lleve adelante un ajuste de las tarifas de los servicios públicos, hipótesis no contemplada en nuestra proyección. De verificarse un incremento sobre estos rubros los precios minoristas podrían registrar un incremento adicional entre un punto y dos puntos según la magnitud de los aumentos.

2005: Política de fuertes compras de divisas del BCRA

El 2005 habría cerrado, antes de la cancelación de deuda con el FMI, con un stock en torno a los U\$S 27,0 miles de millones, cifra que representa una variación (en punta), con respecto al 2004, por encima del los U\$S 7,0 miles de millones. En cuanto a los efectos de usar reservas del BCRA para el pago al FMI, ver Entorno Financiero.

Al considerar la historia reciente observamos que el incremento de reservas alcanzado durante el pasado año supera significativamente a los montos registrados durante el 2003 (U\$S 3.581 millones) y 2004 (U\$S 5.319 millones).

Este marcado aumento es resultado principalmente de la reversión del signo de la cuenta capital, siempre dejando de lado el pago anunciado al FMI, la que pasa a ser positiva en algo más de U\$S 1.600 millones luego de verificar durante el 2004 una variación negativa por U\$S 2.000 millones.

La acumulación de reservas comentada puede ser vista como la contracara de la política de tipo de cambio (nominal) alto que viene sosteniendo la actual administración. En la actual coyuntura el nivel de tipo de cambio, que ha permanecido estable entorno a 3,0 \$/U\$S, genera un exceso de oferta en el mercado que es adquirido por el BCRA con el fin de mantener la cotización de la divisa.

Sin embargo, en estos casos la variable objeto de atención no debe ser el tipo de cambio nominal sino el tipo de cambio real, que surge de deflactar al tipo de cambio nominal por el diferencial de inflación doméstica respecto a la del resto del mundo (en nuestro ejercicio, la de EE.UU.). El tipo de cambio real es una medida más acertada debido a que ésta da cuenta de cómo evoluciona la competitividad del país.

Como fue comentado en nuestro informe anterior, contamos con un escenario donde proyectamos que el tipo de cambio real (bilateral contra EE.UU.) verifique hacia fines del 2006 una apreciación (caída) del 20%. Hacia fines del 2005 el tipo de cambio acumulaba en el año una apreciación del orden del 7,0%; donde este ajuste se dio enteramente vía diferencial de inflaciones.

Proyectamos una más lenta apreciación del tipo de cambio real

En lo que respecta al 2006, la característica principal del mercado cambiario será nuevamente el excedente de divisas en el sector privado. En nuestra visión, el Gobierno continuará manteniendo su estrategia de sostener el tipo de cambio nominal alto a una paridad que estimamos cercana a 3,15 \$/U\$S. En esta coyuntura proyectamos un incremento de reservas del orden de U\$S 6.500 millones.

Al igual que durante el 2005, en 2006 la mayor oferta de divisas provendría de la balanza comercial. Sobre este punto debe aclararse que aún cuando estimamos una reducción en el resultado de la balanza comercial, la entrada de divisas por este concepto (es decir base caja) mostraría un ligero incremento como resultado de un ajuste significativo en los porcentajes de exportaciones efectivamente liquidados.

El incremento esperado en la balanza comercial (base caja) sería la causa de la mayor estimación de superávit por cuenta corriente. No obstante este resultado estaría en parte compensado por una disminución de los flujos obtenidos por la cuenta capital, debido a que durante el 2006 no se volvería a registrar el efecto positivo que sobre la entrada de capitales tuvo el resultado favorable del canje de deuda pública.

El neto de estos dos efectos arroja una proyección para el excedente de divisas proveniente del sector privado levemente por encima del observado durante el 2005. Sin embargo, estimamos que el Gobierno, con el fin de ayudar al BCRA en su objetivo de adquirir el excedente de divisas proveniente del sector privado, incrementará su demanda haciendo uso para esto del mayor superávit primario a su disposición, es decir, suponemos que el ahorro de intereses por cancelar la deuda con el FMI no inducirá un mayor gasto primario que erosione el superávit primario.

De esta forma el BCRA podría llevar adelante su política cambiaria mediante un esfuerzo levemente menor lo cual se ve reflejado en la inferior estimación de ganancia de divisas antes comentada.

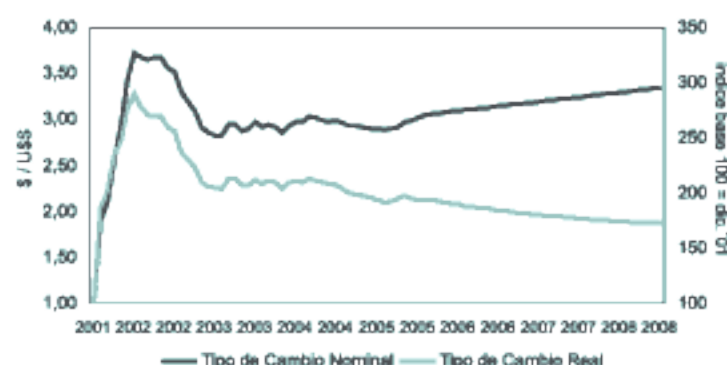
Pese a que en nuestro escenario el tipo de cambio nominal aumentaría alrededor de un 5,0%, esperamos observar una apreciación en el tipo de cambio real como resultado de la diferencial de inflación doméstica respecto

Estimación del Balance Cambiario cifras en millones de dolares

	2005 (e)	2006 (e)
Sector Privado	13.688	13.793
Cuenta Corriente	12.031	12.533
Balanza Comercial	13.793	14.238
Servicios	197	386
Rentas	-2.418	-2.511
Otras transferencias	458	420
Cuenta Capital	1.657	1.260
Sector Público	-6.519	-7.300
Var. de Reservas	7.169	6.493

Fuente: BBVA Banco Francés

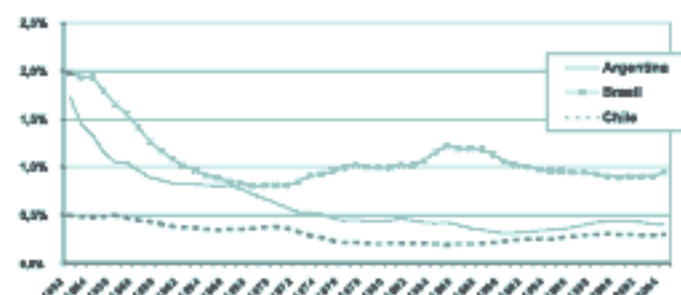
Evolución del Tipo de Cambio nominal y real



Fuente: BBVA Banco Francés

Participación de las exportaciones en el Total Mundial Promedio móvil 5 años

Gráfico n°1



Fuente: BBVA Banco Francés en base a WTO

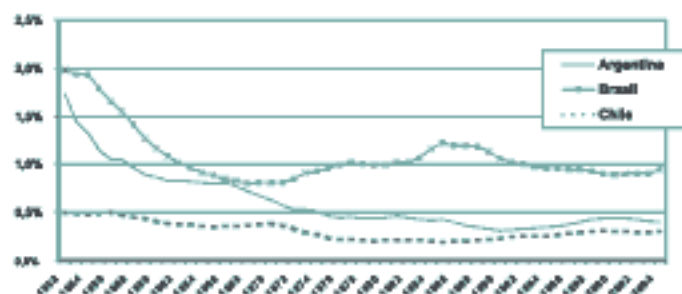
Participación de las exportaciones en el Total Mundial Promedios móviles 5 años



Fuente: BBVA Banco Frances en base a WTO

Participación de las exportaciones en el Total Mundial Promedio móvil 5 años

Gráfico n°1



Fuente: BBVA Banco Frances en base a WTO

a la de EE.UU.. En función de nuestras proyecciones de IPC (12,0% según se expone en el capítulo de precios) y de inflación de EEUU (2,2%), la apreciación durante el 2006 (en punta) alcanzaría un nuevo 5,0%, acumulando un 12,0%.

A partir de las cifras comentadas, queda claro que el equilibrio propuesto en nuestro trabajo de tipo de cambio real, que asumía una apreciación de 20%, no se alcanzaría durante el 2006, debiéndose esperar posiblemente hasta fines del 2008 para lograr este nivel. **Alternativamente, podría suceder que la mayor prima de riesgo por la cancelación anticipada de deuda con el FMI determine un tipo de cambio real de equilibrio más alto que el obtenido con nuestros modelos, en cuyo caso la caída del TCR sería inferior al 20%.**

La paradoja de las exportaciones

Resumen Ejecutivo

- ✓ En el largo plazo, las exportaciones argentinas, al igual que las de otros países latinoamericanos con alta participación de "commodities" como Brasil, han perdido participación en el comercio mundial.
- ✓ Las exportaciones argentinas no se aceleraron en el 2002-2004 a pesar de la fuerte depreciación real de la moneda. Al incorporar datos del 2005 se ve, sin embargo, un mayor dinamismo ya que la tasa de crecimiento anual de las cantidades exportadas habría crecido casi un punto porcentual respecto a la de la Convertibilidad.
- ✓ Una desagregación de las exportaciones por rubro permite verificar que el pobre desempeño de las mismas en el período post-devaluación no puede explicarse exclusivamente por una baja elasticidad al tipo de cambio, sino que obedece también a otros factores tales como el clima, los precios internacionales, los acuerdos comerciales y las retenciones a las exportaciones.
- ✓ Una comparación con Brasil sugiere que también en el principal socio del Mercosur las exportaciones tardaron en reaccionar a la devaluación, aunque el rezago fue menor que en Argentina debido a que la disrupción económica e institucional también fue menos grave.

Comercio Internacional: Ganadores y Perdedores y el caso Argentina.

Con datos de la Organización Mundial del Comercio se calculó la evolución de las exportaciones de determinados países con relación al total de exportaciones mundiales. Las series graficadas a continuación corresponden a los promedios móviles de 5 años (a fin de suavizar los ciclos) de las participaciones de cada país sobre el total de exportaciones mundiales.

Como se puede advertir, con series que arrancan en 1952, los primeros tres países analizados han ganado participación en diferentes grados. Sin embargo, China ha sido el ganador absoluto: su continuo y fuerte crecimiento, junto con una mayor apertura, le permitió aumentar notoriamente su participación en el total de exportaciones mundiales del 1 al 5%, luego de haber tocado mínimos de 0,8% en la década del '70. Dentro de los países americanos, México ha sido también un ganador neto (aunque en menor escala que China) favorecido en la última década por su integración al NAFTA. Finalmente India, al contrario de lo que podíamos prever, se muestra relativamente estable en su participación en las exportaciones, aunque con una ligera tendencia creciente en los últimos años.

De realizar el mismo análisis para Argentina, Brasil y Chile (utilizando comparables latinoamericanos) en mayor o menor medida los tres países han perdido participación en el comercio mundial. Sin embargo de los tres, la Argentina fue quien resultó más perjudicada puesto que cayó de 1,7% en los años '50 a 0,4% en 2004. Brasil, por su parte, pasó de 2% a 0,9% mientras que Chile fue el menos perjudicado pasando de 0,5% a 0,2% del total de exportaciones mundiales.

Ahora bien, lo anterior está medido a valores nominales, esto es, el total de exportaciones en dólares corrientes del país respecto del total mundial, lo

cual podría estar influido por la evolución de los precios internacionales de los diferentes bienes que cada país exporta. Así, la menor cuota de mercado de los países del Cono Sur puede estar relacionada con la caída experimentada entre 1950 y 2004 por los precios de los principales commodities exportados con relación a otros productos transables.

En una visión más detallada para los últimos 15 años del Gráfico n°2, puede observarse cómo la serie para Argentina se recupera en los '90 (entre 1991-2001, aumenta de un 0.32% a un 0.44%) y pierde peso con la devaluación (2002-2004, de un 0.42% a un 0.40%), inversamente a la relación esperada. En virtud de ello y a fines de corroborar si la Argentina efectivamente no ganó con la devaluación, se procederá a analizar la evolución de las cantidades, aislando de esta forma el efecto precio.

Devaluación en Argentina: ¿Cuándo comienzan a materializarse sus beneficios?

Con la debacle argentina del año 2002, se produjo una devaluación nominal del 200% y por lo tanto un fuerte incremento del tipo de cambio real (TCR), al aumentar los precios minoristas ese año tan solo un 41%. Si bien el valor del TCR viene cayendo (producto de la inflación acumulada) aún se mantiene en niveles elevados, casi al doble del observado a fines de la Convertibilidad. Al ser el TCR la medida relevante para determinar el grado de competitividad de un país, el incremento del mismo debería verse reflejado en un fuerte despegue de las cantidades exportadas, ¿Qué dice la evidencia para Argentina?

Que hablen los números....

Para analizar si hubo un impacto positivo de la devaluación (y consiguiente aumento del TCR) sobre las exportaciones, deberíamos observar una aceleración en las cantidades exportadas desde Argentina, aislando las mismas del efecto precio. A priori, se esperaría encontrar tasas de crecimiento más elevadas para el período Post-Convertibilidad que para el período de la Convertibilidad debido al abaratamiento relativo de los productos argentinos luego de la depreciación de la moneda.

Para responder esta hipótesis, se realizó una simple comparación de las tasas de crecimiento (en promedios geométricos) de las cantidades, tanto del Índice General como de los distintos rubros en los que se abren las Exportaciones. Tales tasas fueron calculadas para los siguientes períodos:

1.- Todo el período bajo análisis 1991-2005* : a fines de obtener una medida de crecimiento de más largo plazo.

2.- Convertibilidad: 1991-2001

3.- Post- Convertibilidad:

3.1.- 2002-2004

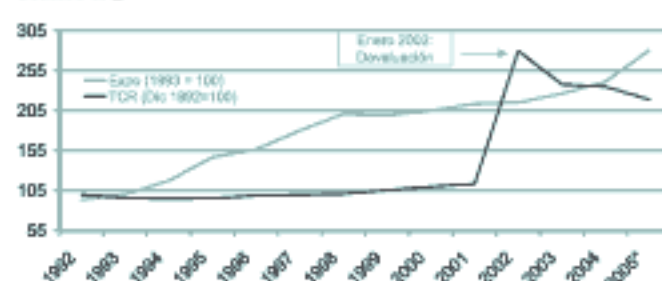
3.2.- 2002-2005*

Este período abarca desde la devaluación hasta el año 2004, último dato disponible al ser los mismos anuales (a fines de evitar problemas con la estacionalidad). Sin embargo, dado que se dispone de datos hasta el tercer trimestre de 2005, y debido al crecimiento excepcional que vienen mostrando las exportaciones en el último período, se decidió incorporar un año 2005 "provisorio". El mismo se obtuvo de aplicar al año 2004 el crecimiento observado entre el promedio de los tres trimestres 2005 vs idéntico período para el año anterior. En este cálculo, supusimos implícitamente por lo tanto, que la variación del 4° trimestre 2005 es idéntica a la variación obtenida con el promedio anteriormente mencionado.

Nivel General: Al considerar las exportaciones en el agregado, puede observarse que si bien existe a largo plazo una tendencia creciente del 8%, esta tasa de crecimiento pareciera exhibir un quiebre con la salida de la Convertibilidad. Prueba de ello es el hecho de que en el período 2002-2004, cae la tasa de crecimiento observada durante 1991-2001 de 8,4% a 5,9%. Sin embargo, al considerarse el fuerte crecimiento del último año, y de incorporar el mismo en el período se observa una importante recuperación:

Expo vs TCR

Gráfico n°3



Fuente: BBVA Banco Francés e Indec.

Tasas de Crecimiento promedio anuales

Tabla n°1

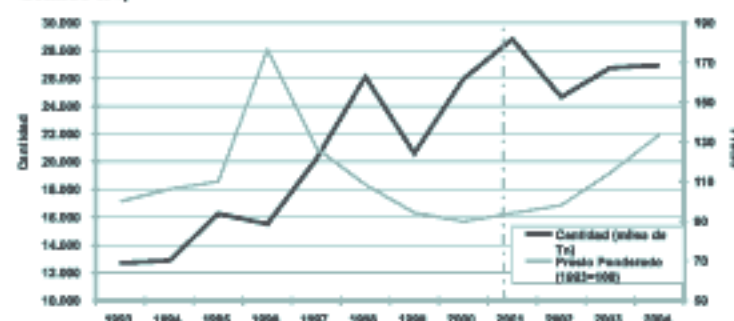
Período	General	ProdPrim	MOA	Total	MOI BCI s/ajustes	Comb
1991-2005*	8,0%	8,3%	7,4%	10,1%	8,4%	10,3%
Convertibilidad	8,4%	8,7%	5,3%	11,8%	10,1%	18,0%
Post-Convertibilidad (2002-2004)	5,9%	2,4%	9,8%	8,9%	8,8%	-7,3%
Post-Convertibilidad (con 2005)*	8,3%	11,4%	12,2%	10,8%	7,9%	-9,4%
Año 2005*	16,4%	31,8%	17,4%	13,8%	4,8%	-13,4%

*Año 2005: Promedio I, II y III 05; MOI y MOI s/ajustes: crecimiento acumulado a Sept 05

Fuente: BBVA Banco Francés sobre la base de Indec.

Total de Granos

Gráfico n°4



Fuente: BBVA Banco Francés sobre la base de datos de Indec y SAGPyA

la tasa de crecimiento logra superar sus niveles promedio (1991-2005) y de Convertibilidad (1991-2002). Debido a que este índice es un agregado de todos los productos exportados desde nuestro país y a fines de observar el comportamiento de cada uno de los sectores que componen este índice, se repitió este análisis para cada uno de ellos.

Productos Primarios: El caso de Productos Primarios es especialmente llamativo, puesto que con la salida de la Convertibilidad la tasa de crecimiento de los mismos se derrumbó desde un 6,7% a un 2,4%. Una posible explicación podría hallarse de profundizar el análisis de la composición de este rubro, donde el 66% del mismo corresponde a cereales y productos oleaginosos. Durante el período de la Convertibilidad, este sector se caracterizó por un fuerte salto tecnológico (que incluye entre otras mejoras la incorporación de semillas transgénicas en el cultivo de soja) lo cual permitió lograr una mayor producción que incrementó a su vez los excedentes exportables. De esta forma, la cosecha de soja prácticamente se triplicó en 5 años pasando de 11 mil millones de toneladas en la campaña 96/97 a 26,9 mil millones en 00/01. A futuro y con niveles de producción estabilizados, para lograr saltos similares en producción y en exportaciones, sería necesario que se produzcan nuevas innovaciones de similar magnitud en materia tecnológica, las cuales no se observaron en años recientes.

Adicionalmente se debería señalar el cambio verificado en materia de mix exportado, ya que en los últimos años el mercado externo demandó un mayor monto de subproductos de cereales y oleaginosas en la forma de aceites y pellets (debido básicamente a la mayor demanda de China e India). De esta forma, una mayor cosecha fue adquirida por el mercado interno con el fin de procesarla y exportarla como productos derivados.

Con lo anterior queremos señalar que más allá de los factores climáticos que afectan los saldos exportables de los productos primarios, independientemente del nivel de tipo de cambio, hubo una parte importante de estos Productos Primarios que fueron afectados por un salto tecnológico, lo cual podría explicar el mayor dinamismo observado durante el período de la Convertibilidad que durante el período posterior a la devaluación.

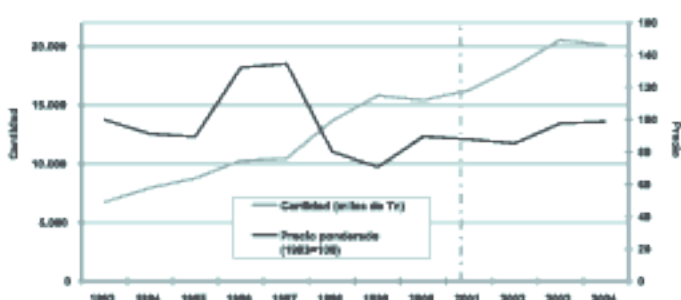
Sin embargo al incluir el año 2005, donde las cantidades vienen creciendo al 31,8%, la tasa de crecimiento promedio se recupera y llega casi a duplicar el crecimiento observado para el "1 a 1". En parte, esto se debe a mejores rendimientos en la cosecha de cereales y oleaginosas por factores climáticos respecto a los obtenidos en 2004. En el caso de otros productos, como frutas y verduras, es el año 2005 el que permite afirmar que las cantidades están respondiendo a un tipo de cambio más alto y por lo tanto más competitivo.

Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA): A diferencia de todos los otros componentes estudiados, las MOA exhibieron para el período post-Convertibilidad (incluso sin considerar el año excepcional 2005) tasas de crecimiento por encima de las observadas en el período inmediato anterior. Es decir, este es el único caso en el cual se observa una reversión inmediata de la tendencia observada en los demás componentes. Sin embargo, ¿ello es un efecto propio de la devaluación o responde a otras causas? Cabe aclarar que los subproductos Aceites y Pellets representan un 58,5% del total de MOA. Como queda claro del punto anterior éstas evolucionaron en función de las cosechas de los principales granos (en especial soja) y del mix demandado por el sector externo, puede decirse que el crecimiento excepcional que tuvieron con la salida de la Convertibilidad no responde exclusivamente al tipo de cambio.

Manufacturas de Origen Industrial (MOI): En el caso particular de las MOI consideramos que este rubro sería el "candidato" ideal para observar una respuesta positiva de las cantidades exportadas ante una devaluación del tipo de cambio. Sin embargo en los hechos observamos que tal respuesta recién comienza a percibirse durante los últimos trimestres para los cuales se observa que aún no se recuperó los niveles de crecimiento logrados en la Convertibilidad, incluso de incorporar el año 2005. Sin embargo, el caso de las MOI merece especial atención al incluir el capítulo de exportaciones de autos a Brasil. Ello responde al acuerdo bilateral firmado entre Brasil y la Argentina por el cual a partir del año 1995 se estableció un régimen de intercambio compensado entre exportaciones e importaciones de vehículos

Total Pellets

Gráfico n°5



Fuente: BBVA Banco Francés sobre la base de datos de Indec y SAGPyA.

Gráfico n°7



Fuente: BBVA Banco Francés e Indec.

de ambos países. A fines de aislar este efecto, se dedujo de las MOI el porcentaje correspondiente a este capítulo, bajo la hipótesis de que este acuerdo bilateral podría haber estado sobreestimando las tasas de crecimiento de las exportaciones durante la Convertibilidad. Como puede observarse del Gráfico n°7, la serie MOI sin autos, presenta una tendencia mucho más suave, mientras que la serie MOI "pura" registra un crecimiento acelerado entre los años 1995 y 1999 principalmente, y en menor medida, también entre 2000 y 2005. De considerar tal efecto, puede verse efectivamente cómo la serie sin autos exhibe un menor crecimiento para la Convertibilidad que la serie original, mientras que en el período 2002-4, no existe una diferencia significativa entre la tasa de crecimiento de MOI con y sin autos. Al incorporar el 2005, sin embargo, nuevamente puede corroborarse que son los automotores los que explican la dinámica de las MOI. Sin embargo, ya no se trata sólo de colocaciones a Brasil en virtud del intercambio compensado ya que Argentina ha logrado diversificar los destinos de las exportaciones de vehículos a México y Chile.

Combustibles: El caso de Combustibles es bastante llamativo al experimentar los mismos una clara caída con la salida de la Convertibilidad, la cual se hace aún más significativa al incorporar el año 2005. Una posible explicación a tal fenómeno se apoyaría en lo acontecido con el Petróleo Crudo, el cual representa el 37,2% de este rubro. En este caso, el dinamismo exhibido en las exportaciones durante el período de la Convertibilidad puede explicarse por el cambio de política empresarial que siguió a la privatización de YPF. Sin embargo, esta política de aumento en las exportaciones petroleras encuentra su límite en la capacidad productiva de los pozos al no registrarse nuevas inversiones en exploración y desarrollo. Adicionalmente, la implantación de las retenciones móviles en el precio del petróleo crudo les impidió a las empresas apropiarse de los beneficios de la excepcional coyuntura internacional de precios y por ende desincentivó la inversión con el fin de incrementar la producción. Por otra parte, uno de los principales importadores de petróleo argentino, Brasil, comenzó a sustituir las compras con producción propia, camino a lograr el autoabastecimiento de petróleo en 2010.

Nuevamente observamos la presencia de un producto con una evolución diferente a la que podríamos esperar ante una devaluación. Sin embargo, esta enumeración no pretende agotar todos los casos en los cuales se observa una baja elasticidad de la cantidad exportada de bienes al tipo de cambio, sirvan mencionar como ejemplos los casos de mineral de cobre (incorporación de la única mina productora de cobre Bajo La Alumbrera durante el período de Convertibilidad), carnes bovinas (con el problema del surgimiento del brote aftósico durante el 2002) y la crisis en la industria pesquera hacia fines de la década de los '90.

Por lo tanto, de considerar las tasas de crecimiento del Índice de cantidades notamos que al subdividir el período en Convertibilidad y post-Convertibilidad, las tasas de crecimiento de las cantidades fueron mayores en el primero (Convertibilidad) que en el segundo (Post-convertibilidad:2002-2004). Sin embargo, no estamos en condiciones de afirmar que las exportaciones no son sensibles a un mayor tipo de cambio, puesto que contamos con pocas observaciones luego de la debacle argentina. Prueba de ello es el hecho que al incorporar en el segundo subperíodo lo observado hasta septiembre 05 (último dato disponible) se ve una aceleración en el crecimiento de las exportaciones lo cual sería un indicio de que las mismas están respondiendo a un tipo de cambio más alto. Para el caso del Nivel General, Productos Primarios y MOA, las tasas de crecimiento anual habrían superado incluso los niveles promedio de la Convertibilidad, mientras que las MOI todavía no lo lograron y Combustibles revirtió su tendencia observándose tasas de crecimiento negativos para el período post-devaluación.

Ahora bien, cuáles podrían ser las causas de los indicios de ganancias en términos de exportaciones recién a tres años de una devaluación del 200%?

- De nuestro análisis surge que por lo menos un 40% del total de exportaciones al 2004 no necesariamente responden a variaciones del tipo de cambio sino que su comportamiento se puede explicar por otros determinantes entre los que cabe mencionar la evolución de los precios internacionales, factores climáticos, acuerdos comerciales e impuestos distorsivos.

Petróleo crudo

Gráfico n°8



Fuente: BBVA Banco Francés sobre la base de datos de Indec y SAGPyA.

Exportaciones y TCR (Brasil)

Gráfico n°9



Fuente: BBVA Banco Francés e Ipeadata.

Tabla n°2

Tasas de Crecimiento promedio anuales	
Período	General
1991-2005*	8,9%
Pre- Devaluación (1991-1998)	6,3%
a 3 años de la Devaluación	9,7%
Post Devaluación (1998-2005*)	12,3%
*Año 2005: Promedio Ene-Oct 05	

Fuente: BBVA Banco Francés sobre la base de Ipeadata.

- También debe tenerse en cuenta que luego del 2002, no había QUÉ exportar ya que Argentina llevaba 3 años y medio de recesión, con la pérdida de producto que ello implica, cayendo en el año 2002 casi un 12% en términos reales.

- Luego del 2002, no existía CÓMO financiar las Exportaciones. La devaluación no solo significó un Tipo de Cambio Nominal y Real más alto, sino un rompimiento generalizada de contratos que arrastró al sistema financiero y resultó en una ausencia casi total de financiamiento.

- Además de ello es sabido de la existencia de un rezago que habitualmente se verifica luego de una devaluación obedeciendo a la necesidad de reacomodar la economía tanto en términos reales como financieros. Lo señalado es lo que normalmente se denomina "Curva Jota" .

¿Qué dice la evidencia empírica en países similares?

El 13 de Enero de 1999, Brasil devaluó un 60% su moneda. ¿Cómo reaccionaron las cantidades exportadas a tal devaluación? En el siguiente gráfico, puede observarse como efectivamente a partir de la Devaluación se inicia una tendencia alcista en las cantidades totales exportadas de Brasil la cual acompaña al aumento del tipo de cambio real. Sin embargo, si bien éste último comienza a decaer a partir del pico de las elecciones presidenciales en Septiembre de 2002, las cantidades exportadas desde Brasil no modificaron su tendencia al alza, sino que se empinaron.

Para completar nuestro análisis y efectuar una comparación con lo obtenido para Argentina, nuevamente se calcularon las tasas de crecimiento anuales (promedios geométricos) dividiendo las mismas en dos subperíodos: 1.- Tipo de Cambio Fijo (1991-1999) 2.- Post devaluación (1999-2005*)

Vemos que a casi 6 años de la devaluación brasilera de 1999, las cantidades prácticamente duplicaron su crecimiento. Cabe aclarar que Brasil a tres años de la devaluación había logrado saltar de una tasa de crecimiento anual de las exportaciones de 6.3% a una del 9.7% mientras que en Argentina para el mismo período (2002-2005*) la tasa aumentó de un 8.4% a un 9.3% (tratándose ambos casos del Nivel General). Ello demuestra que ambos países exhibieron tasas de crecimiento similares a tres años de la devaluación (9.3% Argentina vs 9.7% Brasil), sin embargo de comparar la aceleración que experimentaron ambos países, el caso de Brasil es mucho más fuerte (luego de la devaluación creció tres puntos porcentuales mientras que la Argentina solo uno).

Por lo tanto, ¿A qué responde que a tres años de una devaluación Brasil haya logrado una aceleración más fuerte que la Argentina?

- Brasil se encontraba bajo un régimen de tipo de cambio fijo pero no convertible, lo que implica que existió rompimiento alguno de contratos.
- Cabe aclarar que en el caso de Brasil, éste no registra tasas de crecimiento del PBI real negativas desde 1993 (si bien en 1998 y 1999 fueron menores a un 1%), lo cual implica que Brasil no sufrió una destrucción de producto como en el caso de Argentina.

Evolución del Mercado laboral y perspectivas

Resumen Ejecutivo

Jorge Lamela
jorge.lamela@bancofrances.com.ar

- En los primeros nueve meses del 2005 se observó un crecimiento de la Demanda de trabajo del 2,7% en términos interanuales. Ello frente a una oferta que se mantuvo prácticamente sin variaciones permitió un descenso en los niveles de desocupación de dos puntos porcentuales (11,1% de la población económicamente activa para el tercer trimestre del 2005). Es previsible entonces que en el 2005 el desempleo alcance un nivel promedio del 11,7%.

- Los salarios han mostrado un gran dinamismo en el año como consecuencia de la política de ingresos implementada por el Gobierno como así también por la mayor negociación de convenios entre empleadores y trabajadores.

- Mirando el 2006, la Tasa de Desempleo se reduciría al 10,3% suponiendo que la Oferta de trabajo crece a la tasa vegetativa de la población (0,9% anual) y una Demanda de trabajo impulsada por el crecimiento de la actividad económica (7,0% anual) aunque con una elasticidad Empleo/PIB que se ubica a los niveles promedio históricos (0,42).

En cuanto a los salarios esperamos un comportamiento similar para el 2006 en términos nominales pero con un escenario de mayor inflación promedio la mejora real se reduciría al 4,0% anual.

- Con los valores de mejora de empleo y de salarios surge que la masa salarial presentaría un crecimiento real del 6,3% en el 2005 y el 4,3% en el 2006, lo cual impactaría favorablemente sobre los niveles de Consumo Privado, variable con la cual mantiene una estrecha relación.

- Finalmente, en el último punto, se puede constatar que durante el período 2002- 2005 el crecimiento de los salarios reales de los trabajadores privados registrados y los industriales se encuentra en línea con la evolución de la productividad media de la actividad industrial. En cambio, para los trabajadores privados no registrados es claro que su menor capacidad de negociación no les ha permitido recuperar los niveles reales de salarios pre-crisis mientras que la evolución del indicador PIB/Ocupado que elegimos como proxy de su productividad presenta una variación nula en el promedio anual del período.

En el caso de la industria, aún cuando el salario industrial ha mejorado en su poder de compra el Costo Laboral relativo (costo laboral unitario/productividad del trabajador) es menor todavía que el vigente en el 2001 tanto por una mejora en la productividad por obrero ocupado como así también por el incremento registrado en los precios de los productos que comercializa la industria.

Aunque a menor ritmo el empleo, continúa aumentando

Durante los tres primeros trimestres del año la Oferta laboral muestra un estancamiento (aumentó en promedio un 0,3%), como consecuencia de una baja en la Tasa de Actividad (45,4% frente a 45,8%) que permitió absorber el incremento interanual vegetativo de la población (0,9%).

En lo que hace a la Demanda, su crecimiento estuvo impulsado por el fuerte crecimiento de la actividad económica aunque menguado en su efecto por una elasticidad Empleo/PIB que se ubicó en 0,3; por debajo de los valores vigentes en los años previos. Con una expansión del PIB durante los tres primeros trimestres del año del 9,2%, la Demanda de Empleo creció en términos interanuales en un 2,7%.

Este crecimiento de la demanda de trabajo por sobre el incremento en la oferta permitió que disminuyera la Tasa de Desocupación en dos puntos porcentuales en promedio con respecto a un año atrás, llegando así a ubicarse en el tercer trimestre del año en el 11,1% de la población económicamente activa.

Ciclos de Expansión

Período	PIB	Empleo	Elasticidad
1978/1980	8,7%	3,9%	0,5
1982/1984	6,1%	3,4%	0,5
1987/1989	8,7%	7,0%	0,8
1994/1996	33,8%	7,5%	0,2
1998/1999	18,5%	10,9%	0,6
2004/2002	18,7%	17,9%	1,0
2005/2004 (*)	9,2%	4,4%	0,5

(*) Promedio tres trimestres, descontando planes sociales.
Fuente: BBVA Banco Francés.

Proyección de la Situación Laboral

Concepto	2004	2005	2006
1. Población (miles hab)	37.431	37.830	38.170
2. Tasa de Actividad (%)	46,0	45,8	45,9
3. PEA (miles hab) (1 x 2)	17.200	17.343	17.537
4. Tasa de Empleo (%)	39,7	40,5	41,2
5. Empleo (miles hab) (1 x 4)	14.859	15.317	15.727
6. Tasa de Desocupación (%)	13,6	11,7	10,3
7. Desocupación (miles hab) (3 x 6)	2.341	2.026	1.809

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

Cabe mencionar, que si consideramos a los beneficiarios de los Planes Jefas y Jefes de Hogar como desempleados y como buscadores activos de trabajo, la Tasa de Desempleo abierta treparía al 15,5% de la PEA. Esto implica para los 28 aglomerados relevados más de 1,6 millones de personas en esa condición.

Una digresión sobre la elasticidad Empleo/PIB

Con el fin de poder evaluar el comportamiento futuro de la elasticidad Empleo/PIB, conviene hacer algunas precisiones para efectuar una comparación con otros ciclos de recuperación de la actividad.

a) La elasticidad calculada más arriba se refiere a la evolución de la población empleada considerando a los beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar que realizan una contraprestación laboral como ocupados. Recordemos que es en abril/02 se crea el Programa Jefas y Jefes de Hogar.

b) La implementación de la Nueva Metodología de la EPH con el cálculo trimestral de la situación laboral trajo como consecuencia también la introducción de mejoras en la captación de la situación de actividad y ocupación de los entrevistados al extender el período de consulta sobre su situación laboral.

La primera de las salvedades se puede superar calculando la evolución de la elasticidad Empleo/PIB excluyendo a los beneficiarios de planes sociales como ocupados, pero lamentablemente no hay forma de superar la segunda.

La auténtica capacidad de generación de empleo de la economía se ubicó con relación al PIB en 0,5 y no en 0,3 como antes se mencionara, ya que una parte de los nuevos puestos creados absorbieron a beneficiarios de los planes sociales.

Asimismo, al analizar la elasticidad Empleo/PIB en los últimos ciclos de expansión de la actividad económica se observa que en los dos años últimos de recuperación se registra un nivel que no se comparece con ningún valor precedente de ciclos de expansión. Ello nos hace pensar en la necesidad de una convergencia hacia valores más vinculados con los promedios históricos una vez superado también el salto inicial del cambio de metodología. En lo que respecta a este punto debe tenerse presente que la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) ha calculado la elasticidad Empleo/PIB de largo plazo en 0,42.

Escenarios de Empleo 2005-2006

En la construcción de los escenarios para el IV trimestre '05 y para el año 2006 se tomaron en cuenta los siguientes supuestos:

a) Se aplicaron las tasas laborales correspondientes a los 28 aglomerados urbanos relevados en la EPH al total de la población del país, de modo de aproximar un total de ocupados con el cual calcular la evolución de la masa salarial.

b) Esperamos que la Tasa de Actividad, que ha mostrado una baja en el transcurso del 2005 se recupere, con lo cual el promedio anual se mantendría ligeramente por debajo del nivel del año anterior (45,8% frente a 46,0%). Para el año próximo, se estima un ligero crecimiento acorde con un proceso de más largo plazo de mayor incorporación de la mujer en el mercado de trabajo.

c) La Ocupación depende del desempeño del PIB cuya evolución para el IV trimestre del 2005 ubicamos en el 8,4% en términos interanuales, con lo cual el año promediaria un crecimiento del 9,0%. Para el 2006 estamos estimando una desaceleración en el ritmo de expansión con lo cual el PIB aumentaría un 7,0% anual. Con respecto a la elasticidad Empleo/PIB consideramos como hipótesis prudente continuar con la tendencia

descendente evidenciada hasta el momento y ubicar a la misma en un nivel más cercano al promedio histórico. A ello, le agregamos una hipótesis de absorción de Planes Sociales de alrededor de 80 mil personas por año, algo menor al ritmo que viene mostrando durante el presente ejercicio.

Con esta situación de la Oferta y la Demanda laboral, la Tasa de Desempleo como puede verse en el cuadro adjunto, desciende lentamente para ubicarse hacia el IV trimestre '06 en el 10,0%, mientras que el promedio para el año ascendería al 10,3%.

Dinámica Salarial: los salarios le ganan a la inflación en el sector privado formal

En los primeros diez meses del 2005 los salarios mostraron un gran dinamismo en términos nominales lo que se tradujo en una importante recuperación en términos reales.

El impulso provino fundamentalmente de los salarios del sector privado registrado y, en menor medida, del sector público. Para ello contribuyeron tanto la política de ingresos implementada por el Gobierno como las negociaciones llevadas a cabo entre partes.

La política de ingresos implementada por el Gobierno ha sido muy activa e incluyó varias modalidades: aumentos de suma fija, incremento del salario básico y aumentos más generales en el caso de la Administración Pública Nacional.

En cuanto a las negociaciones llevadas a cabo entre las partes empresaria y trabajadores se observaron un aumento en el número de las mismas, a nivel de Empresas y por Actividad. Como ejemplo, en el primer semestre del año de acuerdo a cifras del Ministerio de Trabajo un total de 1,5 millones de trabajadores se encontraron comprendidos en las negociaciones llevadas. La mayor parte de las negociaciones contempló correcciones salariales y este proceso continúa puesto que si bien las convenciones colectivas de trabajo especifican una vigencia determinada, la misma continúa vigente hasta que se la sustituya por una nueva.

Las negociaciones por rama de actividad muestran una concentración, destacándose las participaciones de Industria Manufacturera, Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones, y Servicios Sociales y Comunes, en el total, lo que evidencia tanto la dinámica de la actividad en esos sectores de la economía como así también la fortaleza de los gremios respectivos. El salario real en los diez primeros meses del 2005 mostró una fuerte recuperación en el sector privado registrado (12,0% a octubre con respecto a diciembre '04) lo que permitió que su nivel ya se encuentre por encima del vigente al IV trimestre '01 en un 8,7%. En el sector público también se aprecia una recuperación aunque de menor medida, mientras que el salario privado de los trabajadores no registrados presenta una ligera caída en términos reales.

Estos dos últimos grupos de trabajadores, presentan una fuerte baja con relación al nivel base, superior al 25% de caída, lo que hace que el nivel general de salarios todavía se encuentre también por debajo en casi un 10%.

Escenarios de Salarios 2005-06

Nuestras proyecciones prevén un cierre del 2005 en línea con lo ocurrido hasta el momento con lo cual se apreciaría una recuperación del salario real promedio del 4,6% anual.

Nuestra hipótesis es que las variaciones reales de los salarios privados registrados continuarán con una tendencia ascendente durante el IV trimestre mostrando la capacidad negociadora de los sindicatos en un contexto de crecimiento económico, mientras que en el caso de los trabajadores no registrados darán cuenta de su escaso poder de negociación.

Acuerdos entre partes

Cantidad de Negociaciones Colectivas Homologadas

Período	Empresas		Actividad		Total Negociaciones	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
I trim	51	57	32	25	83	82
II trim	47	68	25	42	72	110
I Semestre	98	125	57	67	155	192
III trim	56		31		87	
IV trim	82		24		106	
II Semestre	138		55		193	
Total	236	125	112	67	348	192

Fuente: BBVA Banco Frances, Ministerio de Trabajo

Índice de Salarios Reales

Período	Índices Anuales			Nivel General
	Sector Privado Registrado	Sector Privado No registrado	Sector Público	
IV T'01	100,0	100,0	100,0	100,0
2002	85,1	76,8	79,8	81,8
2003	89,3	67,5	73,1	80,1
2004	97,6	73,8	72,3	85,3
2005 (e)	104,9	74,2	72,8	89,2
2006 (e)	112,5	74,1	73,0	93,0
Variación % Interanual				
2003/2002	5,0%	-12,0%	-8,3%	-2,1%
2004/2003	9,2%	9,3%	-1,1%	6,4%
2005 (e)/2004	7,5%	0,6%	0,7%	4,6%
2006 (e)/2005 (e)	7,2%	-0,2%	0,2%	4,3%

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

Situación de la Población Ocupada Estimada Año 2004

Característica	miles personas	participación %
Total Población Ocupada	14.859	100,0%
Asalariados	11.115	74,8%
Privados	9.328	62,8%
Registrados	4.071	27,4%
No registrados	5.257	35,4%
Públicos	1.787	12,0%
No asalariados (Cuenta Propia)	3.744	25,2%

Fuente: BBVA
Banco Francés sobre datos de EPH y CNP 2001 de Indec.

Salario ajustado por ponderación de población

Años	Salario Nominal	Variaciones % IPC	Salario Real
2003	6,6%	13,4%	-6,0%
2004	10,6%	4,4%	6,0%
2005 (e)	13,0%	9,6%	3,1%
2006 (e)	14,0%	11,9%	1,9%

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de Indec.

Para el 2006 estamos esperando un comportamiento similar en términos nominales, con lo cual dado que prevemos una inflación minorista mayor en niveles promedio a la registrada en 2005, la mejora promedio del salario real se reduciría al 4,3% anual.

De esta manera, el salario real para el promedio general todavía se encontraría en el año 2006 un 7,0% por debajo de los niveles previos a la devaluación como consecuencia del comportamiento de los salarios del sector público y de los trabajadores privados no registrados.

El aumento de la Masa Salarial seguiría impulsando el Consumo en 2006

Para la proyección de la masa salarial hemos procedido a modificar el ingreso promedio de los asalariados tomando en consideración las participaciones de los trabajadores registrados y los no registrados que surgen de la Encuesta EPH y no las ponderaciones fijas correspondientes al Índice de Salarios que fueron calculadas con la masa salarial vigente en el año 2001.

De acuerdo con la información de la EPH del año 2004 y tomando en consideración la participación de los trabajadores públicos dentro de los registrados que surge del Censo Nacional de Población del 2001 se distribuyen los ocupados la manera que se aprecia en el cuadro adjunto. A nuestros fines tomamos en consideración la ponderación que surge de la EPH para los trabajadores no registrados y consideramos que los trabajadores por Cuenta Propia tienen una evolución en sus remuneraciones similar a la que registran los trabajadores registrados.

Es por ello que como se puede observar en el cuadro el salario crece en el 2005 el 3,1% mientras que en el 2006 lo hace en un 1,5% siempre en términos reales, porque a diferencia de una participación de los asalariados no registrados de casi el 20% que se contempla en el Índice de Salarios tomamos en consideración el más del 47% que arroja como resultado el último relevamiento de la EPH.

Es importante efectuar esta diferenciación en la evolución de los salarios porque la proyección sobre la base del Índice de Salarios nos permite controlar nuestras estimaciones con los resultados publicados, mientras que en el caso de la utilización de las ponderaciones que surgen de los resultados de la EPH nos proporcionan una mejor estimación de la evolución de la masa salarial.

Si analizamos la evolución de la masa salarial a pesos constantes desde la salida de la Convertibilidad hasta nuestras proyecciones para el 2005 y 2006, se concluye que la fuerte caída experimentada en el año 2002 aún no ha podido ser compensada, pese a que durante el período posterior se ha observado una franca recuperación.

En el gráfico se muestra la evolución de la Masa Salarial conjuntamente con el Consumo Privado con el cual guarda una estrecha relación, expresadas ambas variables a precios constantes de 1993. Luego del desplome del año 2002 se aprecia una importante recuperación de la masa salarial que tiene un impacto positivo sobre el comportamiento del Consumo Privado. Para el año 2005 esperamos una mejora de la masa salarial del 6,3%, mientras que para el 2006 la ubicamos en el 4,3%.

Salario real e indicadores de productividad

Nos proponemos en este apartado abordar dos problemáticas diferentes pero íntimamente relacionadas. En primer lugar, echaremos una mirada sobre la evolución del poder adquisitivo de los salarios en los últimos años conjuntamente con distintas medidas de la productividad laboral, concentrándonos en el período 2002-2005. En segundo lugar, y ya más referidos al sector industrial para el cual se dispone de información evaluaremos la evolución del costo laboral relativo.

Para medir la evolución de la productividad de la economía presentamos distintas medidas (definidas como productividades medias con respecto a

un nivel de actividad) que incluyen la PTF (Productividad Total de los Factores o residuo de Solow) que recoge la productividad conjunta de los factores económicos y no sólo la del trabajo, la productividad por obrero ocupado en la Industria Manufacturera y la productividad horaria en la misma. Esta última medida está más relacionada que la anterior con la evolución del ciclo económico porque es primero a través de las horas trabajadas como se ajusta la actividad para luego en el caso de continuar las expectativas siendo favorables incorporar nuevos trabajadores. Finalmente, usamos el PIB por ocupado como una forma de aproximar la productividad del sector privado no registrado.

En cuanto a los salarios presentamos cuatro indicadores: el Salario Medio Industrial, los Salarios Privados Registrados, Privados no Registrados y Públicos que surgen del Índice de Salarios que se elabora a partir del IV trimestre '01, fecha a la que se elige como base.

En el cuadro siguiente, las variaciones del 2002 se calculan con relación al IV trimestre '01 a excepción de la PTF y PIB/Ocupados que se refieren al promedio del año 2001.

Se observa que el incremento en el poder adquisitivo del Salario Medio Industrial (2,4%) y el Privado Registrado (1,2%) se encuentran en línea con las mejoras registradas en las productividades medias, sobre todo industriales (entre 1,6% y 3,6%). El resto de las medidas de productividad prácticamente no presentan tendencia (variación en torno a 0) puesto que la caída inicial es solamente compensada en el acumulado de los años posteriores del período bajo análisis.

Con relación a los salarios de los trabajadores privados no registrados, vemos que han evolucionado negativamente mientras que la medida de productividad asociada PIB/Ocupados prácticamente no registró variación lo cual pone de manifiesto la escasa capacidad de negociación que detentan estos trabajadores.

Para adentrarnos un poco más en la sustentabilidad de las mejoras salariales otorgadas es que pasamos al segundo punto que nos proponíamos abordar, el costo laboral relativo.

El costo laboral relativo (CLR) surge de la relación entre la masa salarial pagada y el valor de la producción del sector considerado. A los efectos numéricos del cálculo trabajaremos con los indicadores de la actividad industrial que están disponibles de la Encuesta Industrial Mensual y con los precios de la Industria del Índice de Precios al Productor (IPP) que contempla los productos producidos localmente y sin considerar el IVA.

En esta oportunidad usaremos el Índice de Obreros Ocupados que nos servirá luego para calcular la productividad media por obrero ocupado y no el Índice de Horas Trabajadas que como indicáramos más arriba constituye una mejor medida debido a que no se dispone del salario horario sino del salario por trabajador ocupado.

Las cifras correspondientes al 2005 se refieren a nuestras proyecciones a excepción de las estadísticas industriales que corresponden al promedio de los nueve primeros meses del año.

Antes de mostrar los resultados repasemos:

$$CLR = \frac{w \cdot L}{P \cdot Q}$$

Siendo:

CLR: costo laboral relativo

w: salario nominal del sector industrial

L: obreros ocupados en la industria

P: precios del agregado industrial

Q: volumen físico de producción industrial

El CLR se puede expresar también de la siguiente manera:

$$CLR = \frac{w/P}{Q/L}$$

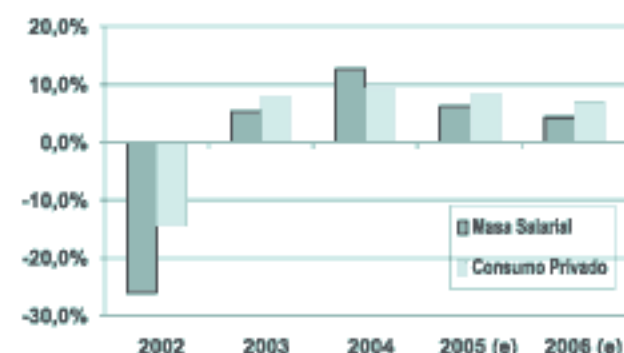
Siendo:

CLR: costo laboral relativo

w/P: costo laboral unitario (CLU)

Q/L: productividad media laboral

Evolución Consumo Privado y Masa Salarial (a precios constantes de 1993)



Ruente: BBVA Banco Francés sobre datos de Indec.

Evolución Indicadores de Productividad y Salarios Reales

Indicador	2002	2003	2004	2005 (e)	Acumulado 2005/2001
PTF 1/ Nivel	2,8	2,9	3,0	3,1	-0,8%
Var % anual	-8,1%	2,8%	5,0%	1,5%	-0,1%
Productividad: MF100 2/ Nivel	101,5	113,8	117,5	115,1	15,1%
Base IV Trim '01 = 100 Var % anual	1,5%	12,0%	3,4%	-2,1%	3,8%
Productividad: MF3HT 3/ Nivel	101,5	109,7	109,1	108,4	6,4%
Base IV Trim '01 = 100 Var % anual	1,5%	8,2%	1,3%	-1,8%	1,8%
PIB / Ocupados 4/ Nivel	20.722,0	21.525,3	21.801,2	22.810,4	0,1%
miles de \$ de 1993 Var % anual	-9,0%	3,9%	1,3%	4,8%	0,0%
Salario Real Industrial 5/ Nivel	79,8	86,2	104,4	108,9	9,9%
Base IV Trim '01 = 100 Var % anual	-20,2%	8,1%	21,1%	5,2%	2,4%
Salario Real Priv. Reg. 6/ Nivel	85,1	89,3	97,6	104,8	4,8%
Base IV Trim '01 = 100 Var % anual	-14,9%	5,0%	9,2%	7,4%	1,2%
Salario Real Priv. No Reg. 7/ Nivel	79,8	87,5	73,1	72,3	-27,7%
Base IV Trim '01 = 100 Var % anual	-23,2%	-12,0%	8,3%	-1,1%	-7,8%
Salario Real Público 8/ Nivel	79,8	73,1	72,3	72,8	-27,2%
Base IV Trim '01 = 100 Var % anual	-20,2%	-8,3%	-1,1%	0,7%	-7,8%

1/ Productividad conjunta de los factores Capital y Trabajo.

2/ La productividad está calculada como el Producto Medio Industrial por obrero ocupado.

3/ La productividad está calculada como Producto Medio Industrial por hora obrero trabajada.

4/ El Producto Bruto por Ocupado está calculada sin tomar en cuenta como ocupados a los beneficiarios de los Planes Jefes/Jefas de Hogar.

5/ El salario real pertenece a la Industria Manufacturera.

6/ El salario real pertenece al sector de trabajadores privados registrados del Índice de Salarios.

7/ El salario real pertenece al sector de trabajadores privados no registrados del Índice de Salarios.

8/ El salario real pertenece al sector de trabajadores públicos del Índice de Salarios.

Las variaciones del año 2002 para los salarios 6/, 7/ y 8/ se calculan respecto al IV trimestre '01 por no contarse con la información para todo el año.

Sector Industrial

Indicador	2002	2003	2004	2005 (e)	Acumulado 2005(a)/2001
CLU	-40,2%	2,8%	17,9%	7,9%	-21,8%
Q/L	-0,8%	12,0%	3,4%	-2,1%	12,4%
CLR	-39,7%	-8,2%	14,6%	10,3%	-30,4%

Ruente: BBVA Banco Francés sobre datos de Indec y elaboración propia.

Sector Industrial

Periodo	CLR	W/IPC	IPP/IPC
2002	-39,7%	-20,2%	33,4%
2003	-8,2%	8,1%	6,5%
2004	14,0%	21,1%	2,7%
2005 (e)	10,3%	5,2%	-2,5%
Acumulado 2005/2001	-30,4%	9,9%	42,2%

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

Para contemplar más ajustadamente el costo laboral debería tenerse en cuenta también la evolución de los aportes patronales pero en esta oportunidad se omite porque en el corto período analizado no hubo cambios en esta variable.

Así una mejora nominal de salarios no sólo puede absorberse a través de una mejora en la productividad media del trabajo sino también mediante un incremento en los precios de los productos que vende la industria en cuestión. De esta forma la relación relevante desde el punto de vista empresarial es el costo laboral unitario y no el salario real deflactado por el IPC, manteniendo inalterados los niveles de productividad.

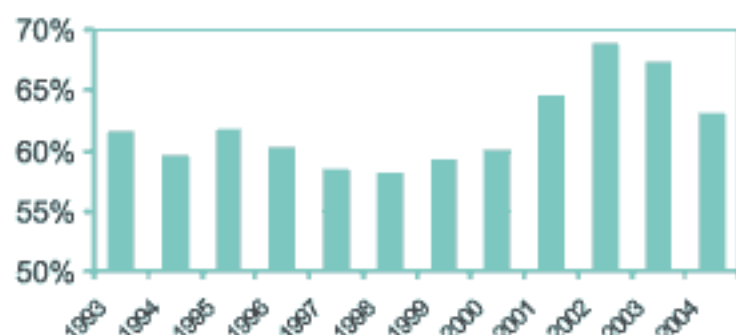
Resulta claro que las mejoras apreciadas en el poder de compra de los salarios pudieron ser más que absorbidas por la acción conjunta de un incremento en la productividad media del factor trabajo como así también por el incremento que registraron los precios de los productos industriales durante el período que hicieron que el costo laboral unitario tuviera una importante caída.

Otra forma de observar este fenómeno es través del cuadro resumen adjunto donde pueden verse conjuntamente las mismas conclusiones que señalábamos en el cuadro de más arriba. Es allí que puede observarse que mientras desde el punto de vista del empresario se aprecia una baja en su Costo Laboral Relativo (CLR), también se registra una recuperación en el poder de compra de los salarios con respecto a la canasta de bienes que consume el asalariado (IPC), ello es posible porque los precios de los productos que vende el empresario (IPP) subieron por encima que la canasta de bienes al consumidor, además por supuesto de la mejora en la productividad por trabajador ocupado que está implícita en el CLR.

No es ocioso aclarar que estas conclusiones corresponden a la industria que constituye un sector de actividad con una participación importante de bienes con un alto grado de transabilidad internacional con lo cual sus precios han recogido en gran parte el impacto de la devaluación, la situación claramente será diferente en aquellos sectores de actividades no transables donde a priori es posible presumir que el costo laboral unitario haya tenido un comportamiento diferente.

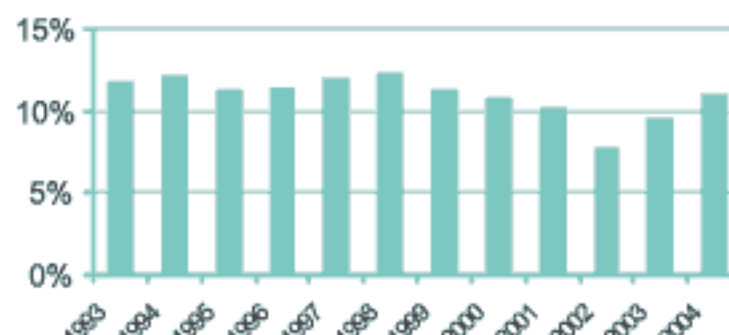
Sector de la Construcción y Mercado Inmobiliario

Construcción / IBIF en \$ '93



Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos MECON

Construcción / PIB en \$ '93



Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos MECON

El Sector de la Construcción atraviesa una expansión significativa y mantiene todas las posibilidades de consolidar este comportamiento en los próximos años.

1- La importancia de la Construcción en la Economía

Históricamente la construcción ha representado una porción importante de la Inversión Bruta Interna Fija, rondando en promedio de la última década el 62% si medimos ambas variables en términos constantes. Tras la crisis del 2001/2002, la participación de la Construcción en la IBIF -a precios constantes- alcanzó su nivel máximo, para luego comenzar a descender gradualmente hasta aproximarse a valores más similares a los históricos. Esto es así debido a que la construcción se transformó en una alternativa de inversión atractiva en un contexto de crisis, default y devaluación en el cual existía la restricción impuesta por el "corralito". Así los agentes que pudieron conservar ahorros fuera del sistema bancario decidieron volcarlos en este tipo de inversiones menos expuestas a riesgos financieros.

En términos de PIB, por su parte, la construcción promedió un 11% a lo largo de los últimos 10 años, alcanzando el mínimo en el año tras la devaluación. A partir de allí, la Construcción incrementó su participación en el PIB a niveles similares a los de 1999.

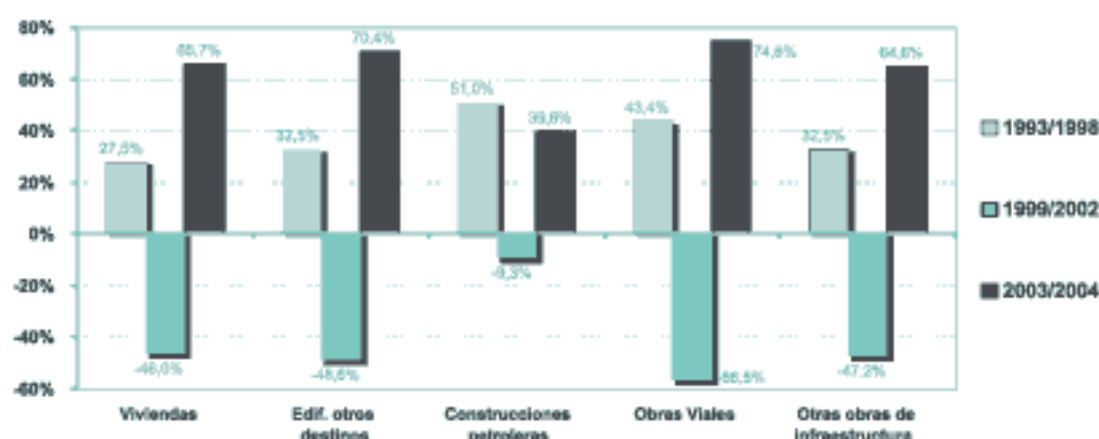
Los últimos datos oficiales de las Cuentas Nacionales indican que la Construcción creció -en términos reales- un 18% en el segundo trimestre de 2005 respecto de igual trimestre de 2004. Si bien esta tasa de crecimiento está desacelerando respecto a los trimestres anteriores, debemos considerar que es una desaceleración previsible, al igual que lo que ocurre con el PIB, dado el agotamiento del efecto rebote inicial que tuvo lugar tras la crisis y que gradualmente dicha tasa irá convergiendo a la tasa de crecimiento de largo plazo.

2- Construcción por Bloques

Según el ISAC (Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción), que refleja la evolución del sector construcción a partir de un conjunto de insumos representativos, podemos también analizar por bloques la actividad de la construcción. Es así que disponemos de la evolución en la construcción de Edificios, tanto para viviendas como para otros destinos (comerciales, por ejemplo), Construcciones petroleras, Obras viales y Otras obras de infraestructura, donde según los ponderadores que se utilizaron en 1997, año que se fijó la base del índice, la participación de la construcción residencial alcanzaba casi al 60%, mientras que la edificación para otros destinos la seguía con un 19% de peso en dicho índice.

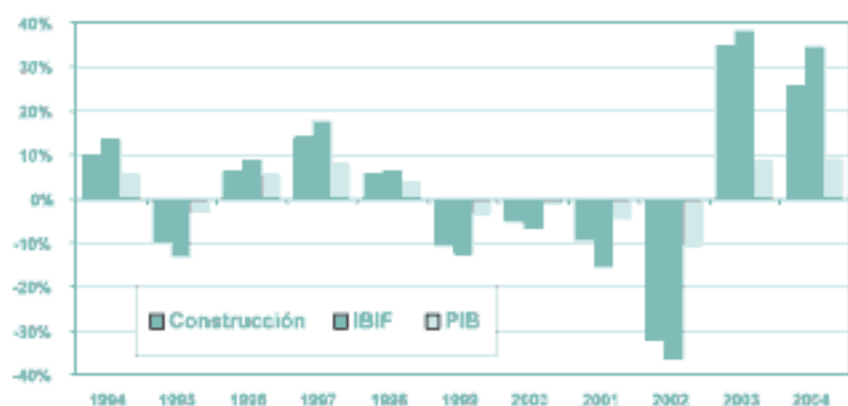
Distinguimos tres períodos a lo largo de los últimos años como se ve en el siguiente gráfico. Durante el primer período el crecimiento fue relativamente parejo para todos los bloques (entre 27% y 43%) aunque se destaca el mayor aumento de "Construcciones petroleras" que está más bien relacionado con la privatización de YPF y el dinamismo del sector petrolero durante la Convertibilidad. Inversamente, durante el período crítico ('99/'02), las tasas de caída del ISAC de cada bloque se ubicaron entre 46% y 56%, mientras que las inversiones relacionadas con el sector petrolero fueron las menos afectadas dado que continuó siendo un sector dinámico con tendencia creciente en los precios internacionales.

Variaciones porcentuales del ISAC por bloque para cada período relevado



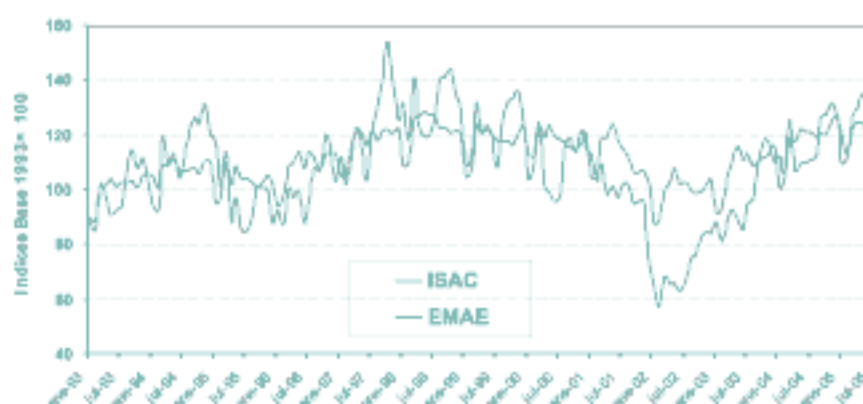
Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos del INDEC

Tasas de crecimiento real anual



Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos del INDEC

Evolución mensual del EMAE e ISAC



Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos del INDEC

La recuperación observada entre el 2004 y el 2002 fue muy importante. Las tasas de crecimiento en este período fueron muy superiores a la etapa de crecimiento de comienzos de la Convertibilidad tanto en la construcción residencial y comercial como en lo que respecta a la construcción pública.

3- La Construcción es pro-cíclica

La Construcción se caracteriza por ser uno de los sectores más sensibles a las condiciones de la coyuntura económica por la que atraviesa un país. Tanto la residencial como aquellas otras obras de infraestructura que hacen al sector, son muy dependientes de las expectativas de los agentes sobre el desempeño económico de largo plazo, al igual que cualquier otro tipo de inversión; en otras palabras responde a un patrón de comportamiento cíclico. Así, podemos observar para los últimos 10 años, cómo las tasas de crecimiento real de la Construcción y de la IBIF han exacerbado la expansión o contracción del PIB.

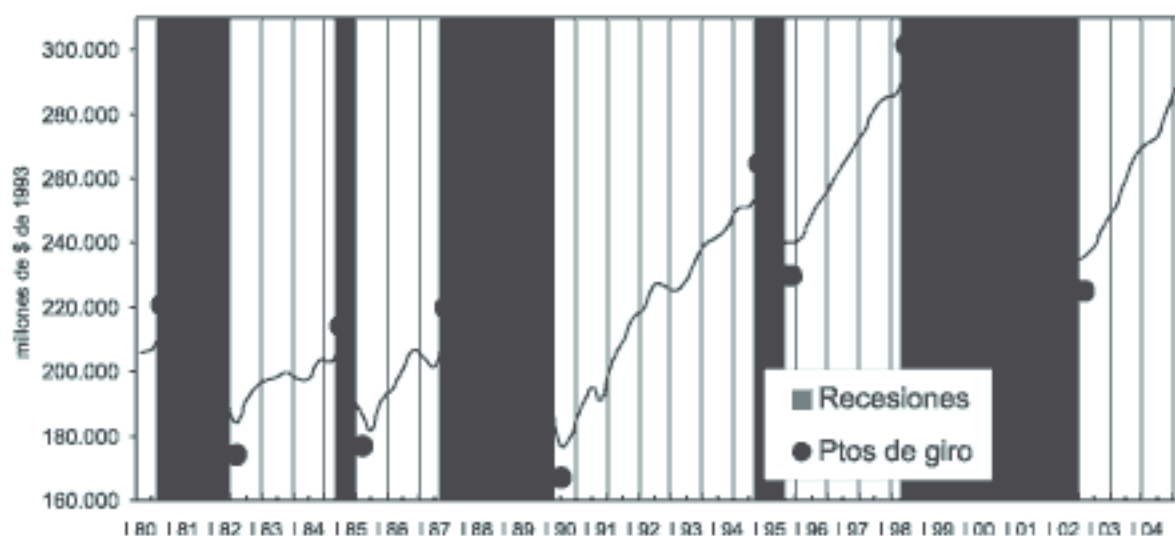
Este comportamiento pro-cíclico de la construcción tiene, a su vez, un importante "efecto derrame" sobre el resto de los sectores de la economía, en particular sobre la industria, ya que productos como el cemento, hierro redondo para hormigón, vidrio y muebles, entre otros, evidencian una fuerte correlación positiva con la actividad.

Esta correlación positiva entre la construcción y la actividad económica también la podemos observar si comparamos los indicadores de más corto plazo como el ISAC y el EMAE, donde los ciclos expansivos y contractivos coinciden en ambas series. Para corroborar esto, calculamos la elasticidad de la construcción respecto del nivel de actividad en el último ciclo completo, que abarca una fase recesiva y otra expansiva. Los cálculos indican que esta elasticidad no sólo es positiva, sino que es mayor a la unidad y que se mueve en un rango de entre 1,7 y 2,2 según se mida en la fase recesiva o expansiva respectivamente.

En el gráfico podemos observar como se han ido sucediendo los ciclos de negocios en Argentina desde el 1° trimestre de 1980 hasta el 4° trimestre del año 2004, señalando los períodos recesivos y expansivos, así como también los puntos de giro. Dado que las fases expansivas que siguen a una recesión siempre son mayores en tiempo, podría esperarse que la actual fase expansiva, en ausencia de shocks externos, se extendiera al menos hasta el año 2007 bajo el supuesto de repetirse el ciclo más largo. Como consecuencia de que la Construcción es una variable pro-cíclica, lo anterior sugiere que, de no mediar algún shock externo, la Construcción podrá continuar creciendo a una tasa que duplicará a la expansión del Producto.

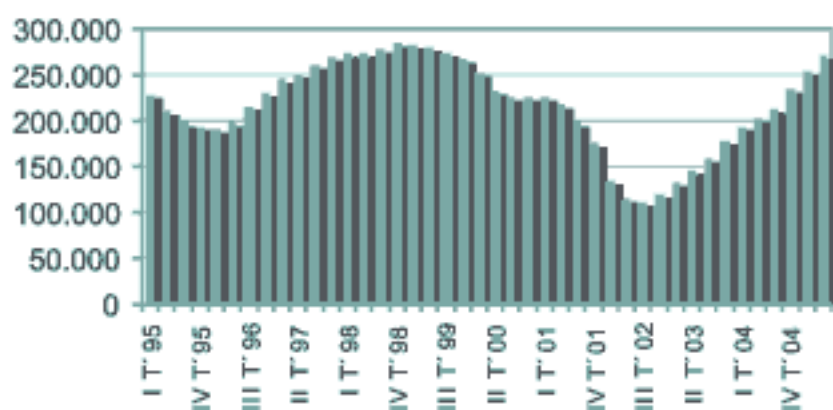
En otras palabras, dado que estimamos que el PIB para el año 2006 crecerá a una tasa del orden del 6 %, con una elasticidad promedio de Construcción a PIB ubicada en 2, es factible esperar un crecimiento de la actividad de la Construcción de alrededor del 12 % para el próximo año.

Ciclos Económicos de Argentina



Fuente: Programa Ciclos Económicos de Argentina - UNT

Puestos de trabajo en el Sector de la Construcción



Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos del INDEC

Ocupados

Período	Variaciones % Interanuales del empleo Construcción	Total 1/
I T'04	45,5	7,5
II T 2/	39,4	7,6
III T	33,9	5,1
IV T	31,2	3,4
I T'05	31,4	2,1
II T	36,1	2,6

1/ Empleo total según EPH

2/ En el segundo trimestre '03 no se relevó el aglomerado Gran Santa Fé.

Fuente: Indec.-

4- Los efectos positivos de la Construcción sobre el empleo

Otro de los efectos positivos de la construcción sobre la economía se puede advertir en la generación de empleo. Dado que este sector es trabajo intensivo, sigue siendo uno de los que más mano de obra demandan en períodos de crecimiento lo cual repercute favorablemente sobre los indicadores de empleo. Este es otro de los "efectos derrame" de la construcción. Los datos provienen del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) y surgen de las declaraciones juradas de las empresas contribuyentes. Así, podemos advertir en el gráfico el claro crecimiento que ha venido mostrando el empleo en el sector de la construcción desde el año 2003 -cuando comienza la última etapa de expansión que dura hasta el presente-. Dicho crecimiento en el empleo resulta varias veces superior al crecimiento experimentado por el total de la economía (según EPH) que se muestra en la tabla anterior.

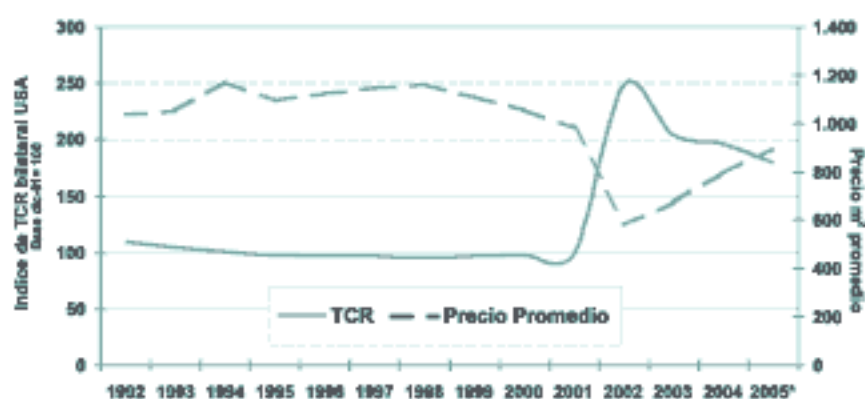
5- La Construcción como reserva de valor

En la crisis que atravesó Argentina en 2001/2002, así como en crisis anteriores, los derechos sobre la propiedad financiera fueron vulnerados (se restringió la salida de depósitos, se devaluó, se pesificó, etc.) mientras que los derechos sobre la propiedad inmobiliaria no resultaron tan afectados. Si bien el valor de las propiedades sufre caídas abruptas en períodos de crisis, lo cierto es que la pérdida de valor (precio en dólares del m²) que se origina tras una devaluación suele ser transitoria, con lo cual el mantenimiento de una propiedad por un período mayor a la crisis puede dejar al propietario en similares condiciones de solvencia que en los meses previos a la crisis.

Durante los años que duró la Convertibilidad, el tipo de cambio real (TCR) se mantuvo apreciado, lo cual se reflejó en mayores salarios en dólares de la población y mayores precios en dólares de los activos argentinos. La devaluación provocó una abrupta suba del TCR (depreciación) y con ello se invirtieron los precios relativos: los salarios medidos en dólares cayeron y el precio de las propiedades se redujo. Como era de esperar, la gradual apreciación del TCR que se inició en 2003 se reflejó en un aumento del precio en dólares de las viviendas, pero, como se observa en el siguiente gráfico, el aumento en el valor de las propiedades fue más a prisa que la revaluación de la moneda. Así, el precio promedio del metro cuadrado se ubicaba a mediados del 2005 prácticamente en los mismos niveles que en el 2001, mientras que el peso mantenía una depreciación real de alrededor del 70 % con respecto a fines de la Convertibilidad.

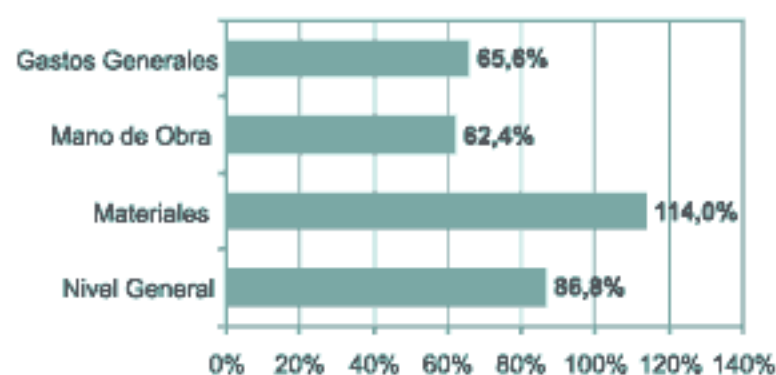
A futuro, esperamos que el TCR continúe cayendo hasta alcanzar su valor de equilibrio a mediados del año 2007, lo que implicaría una apreciación de alrededor del 12% desde aquí hasta ese momento. La apreciación esperada del peso indica que el precio de las propiedades podría seguir subiendo, aunque en el margen el crecimiento debería ser considerablemente más lento debido al rápido ajuste post-crisis. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la desconfianza hacia el sistema financiero y el default de la deuda pública limitaron las alternativas de inversión tras la crisis. Esto puede haber llevado a un "overshooting" del precio del m² en las zonas más demandadas que ajustaría a medida que se expande la oferta y se agota el stock de "dólares bajo el colchón".

Evolución del TCR y el precio promedio de los departamentos en USD



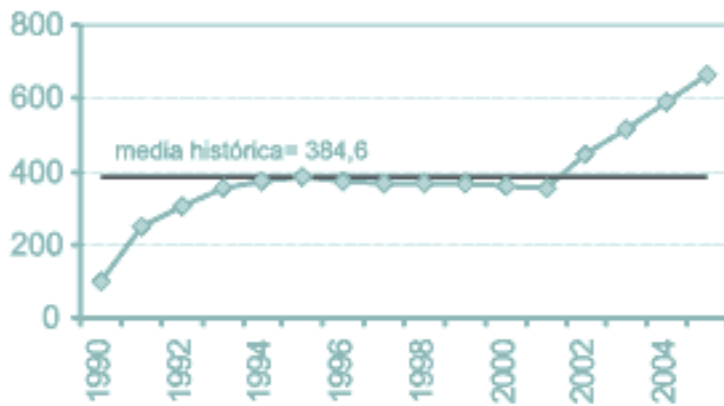
Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos del INDEC

Aumento del Costo de la Construcción desde el fin de la Convertibilidad



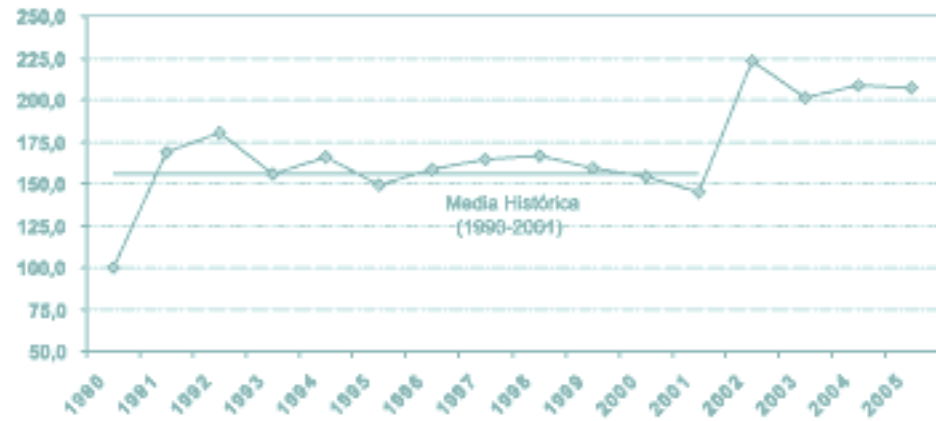
Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos del INDEC

**Índice del Costo de la Construcción
Base 1990=100**



Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos del INDEC

**Precio de Departamentos / Costo de la Construcción
Base 1990= 100**



Fuente: BBVA Banco Frances en base a datos del INDEC

6- El costo de la construcción también continúa aumentando

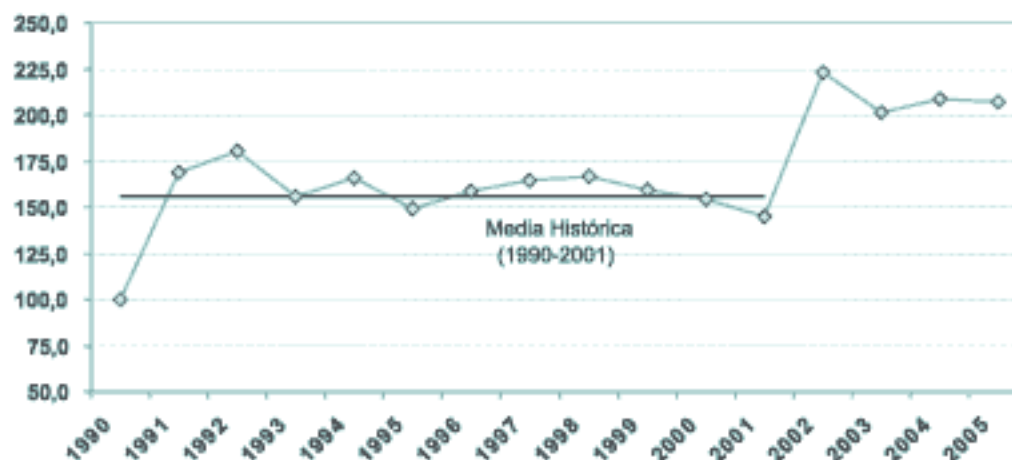
El Índice del Costo de la Construcción aumentó 103% entre diciembre del 2001 y noviembre 2005 mientras que los precios mayoristas (IPIM) se incrementaron en un 163%. Tras la devaluación, los precios de los bienes transables sufrieron un mayor pass through que los precios de los no transables los que han perdido valor expresado en dólares. Desagregando por grandes capítulos, el rubro que sufrió el mayor aumento fue "Materiales" dado que éste reúne al conjunto de bienes (insumos) con mayor grado de "transabilidad". Por su parte, Mano de obra (salarios) y Gastos generales, se incrementaron pero menos que el Nivel General, siempre considerando el mismo período.

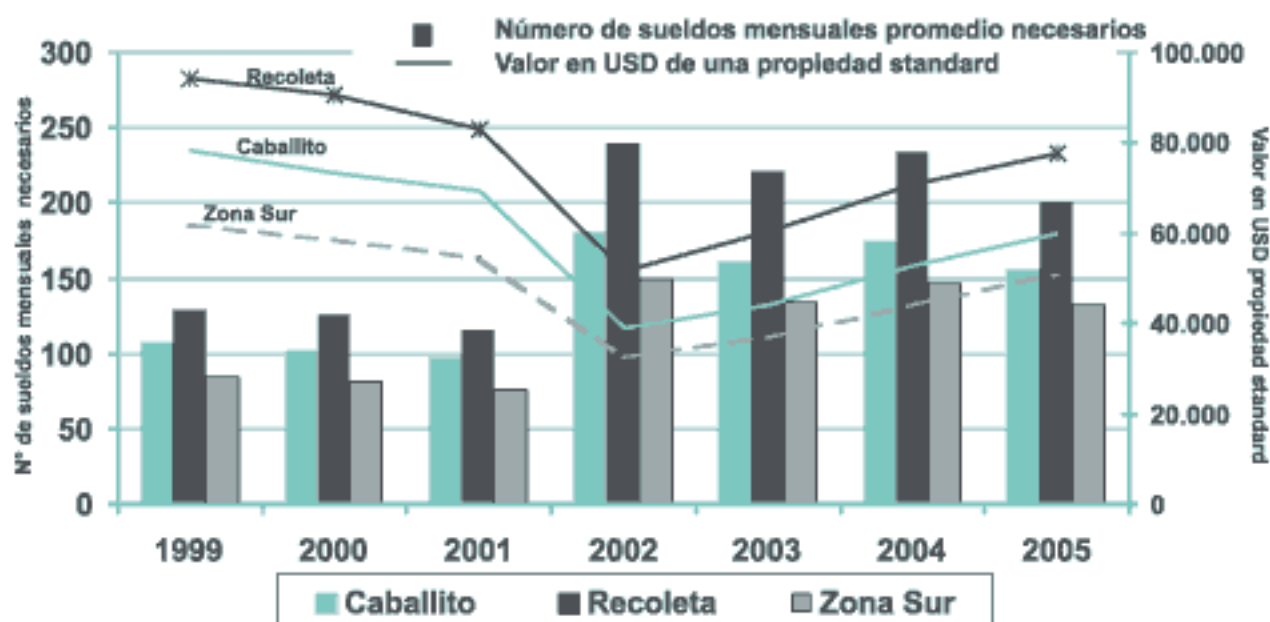
Según el enfoque general de "la Q de Tobin", los proyectos de inversión se realizarán siempre que el costo de instalar (o reponer) el capital sea menor que su precio de mercado. El precio de mercado está relacionado con el valor presente de los flujos de dividendos futuros, y se asocia al valor de las acciones de una empresa.

Para el caso de la inversión en Construcción, podemos replicar el índice utilizando como el "precio" del proyecto, un índice calculado en función de del precio promedio del m2 en dólares de los departamentos y expresarlo en pesos corrientes para luego calcular un índice con base 100 en 1990. El costo de instalar o reponer este proyecto de inversión se asimila al costo de la construcción del departamento, también con base 1990= 100. A partir del cociente del precio de los departamentos y el costo de la construcción (ambos medidos en pesos corrientes) se puede determinar si es conveniente comprar o construir una vivienda.

Así, como se puede apreciar en el siguiente gráfico, tras el período de Convertibilidad en que este índice -con base en 1990=100- se mantuvo relativamente estable (media del período = 155,7) tras la devaluación trepó a 223,1 y a pesar de haber mostrado una pequeña reducción posterior, aún se mantiene elevado respecto del promedio histórico. Lo anterior sugiere, siguiendo el enfoque de "la Q de Tobin", que aún resulta atractivo invertir en construcción ya que el índice se mantiene elevado lo que indica que el precio de los departamentos aún supera el costo de construirlos.

**Precio de Departamentos / Costo de la Construcción
Base 1990= 100**





Fuente: BBVA Banco Frances sobre datos de EPH de INDEC

7- El asalariado y "el sueño de la casa propia"

Conforme al índice de salarios del INDEC, el poder adquisitivo de los asalariados registrados privados, viene experimentando graduales mejoras en términos reales que a excepción del año 2002 (que fue negativo en un -17,1%) muestran tasas positivas, tendencia que se mantiene hasta octubre 2005. A este último mes, los salarios del sector privado formal se encuentran un 8,7 % por encima del nivel pre-devaluación en términos reales.

Sin embargo, medidos en dólares, los salarios muestran aún una caída sustancial, mientras que los precios de las propiedades prácticamente han alcanzado valores similares a los mejores años de la Convertibilidad. Esta situación adquiere relevancia dado que corresponde al grupo que potencialmente posee posibilidades de conseguir financiamiento bancario al tener ingresos en blanco

Si tomáramos, a modo de ejemplo, un departamento standard de 70 m2 en tres zonas geográficas de la ciudad de distinto interés comercial tales como: Barrio Norte, Caballito y Zona Sur confirmaríamos esta dificultad. Así, mientras que en el año 1999, para adquirir dicho departamento standard en la zona Sur se requería de 84 sueldos promedios (tomando un sueldo registrado promedio de \$ 729,- sobre la base de datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), en Caballito eran necesarios 107 y en Recoleta se debían aplicar un total de casi 129 sueldos promedios. Si esa estimación la trasladamos a valores actuales surgiría que la adquisición del inmueble demandaría de casi el doble de sueldos promedio en todos los casos.

8- El financiamiento del mercado inmobiliario: los créditos hipotecarios

La expansión ganada por los préstamos hipotecarios en dólares durante la Convertibilidad (que llegaron a representar el 6% del PIB en el 2001) se vio profundamente afectada con la crisis financiera de 2001/2002. La fuente de financiamiento por excelencia del sector construcción, los créditos hipotecarios, desapareció en la medida que las entidades cancelaban créditos al sector privado para hacer frente a la salida de depósitos. Si bien estos préstamos habían sido pesificados a 1x1, la caída del ingreso real y la incertidumbre sobre el empleo que se generó, junto con las facilidades dadas por el uso de Cedro's como instrumento de cancelación, alentó una amortización anticipada de los mismos. Si bien hubo líneas de préstamos destinadas a familias que recuperaron dinamismo en el 2004, como los personales y la financiación mediante tarjetas de crédito, los préstamos hipotecarios continuaron mostrando caídas estructurales por su naturaleza de largo plazo y el lento ajuste de los precios relativos que limitó su accesibilidad.

Desde la salida de la Convertibilidad, el salario ha tenido una pérdida del 30%/40% con relación al precio de la vivienda, lo cual hace que en promedio la cuota del préstamo hipotecario represente ahora un elevado porcentaje del ingreso, haciendo los préstamos hipotecarios inaccesibles para buena parte de la población. A mediano plazo esta debilidad estructural sería difícil de superar porque la caída del tipo de

Evolución de los Préstamos Hipotecarios (\$+USD) / PIB



2005* datos a julio de 2005

Fuente: BCRA y BBVA Banco Frances

Evolución de los Stocks de Hipotecarios (\$+USD) Promedio mensual



Fuente: BCRA y BBVA Banco Frances

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.

Si bien actualmente se está logrando la recomposición de la relación cliente - banco, lo cual se percibe en el aumento paulatino de los depósitos tanto a la vista como en plazos fijos, dicho proceso se produce a ritmo lento y las operaciones son a plazos que aún resultan insuficientes para que las entidades financieras puedan reactivar significativamente sus líneas hipotecarias. Esta situación además de obligar a utilizar recursos propios, propició la aparición de otras fuentes alternativas válidas, tales como los fideicomisos que brindaron cierta seguridad jurídica y hasta con ventajas impositivas a las sociedades inversoras originales. En resumen, a nuestro criterio los principales factores que generan el actual amesetamiento de los stocks de préstamos hipotecarios son:

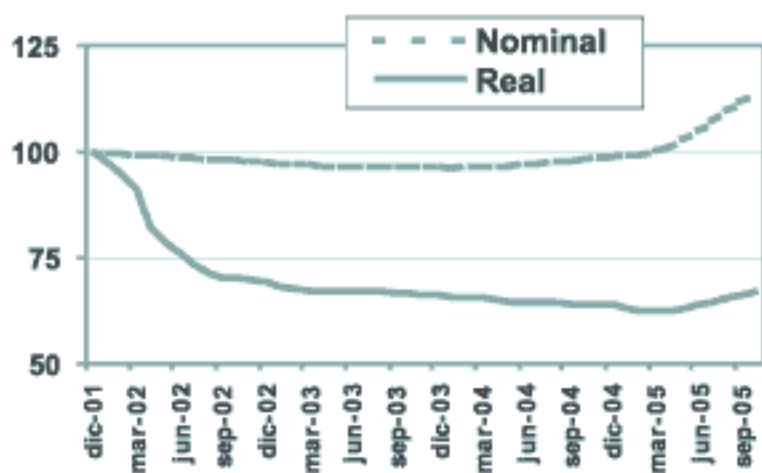
- ✓ Caída del poder adquisitivo del salario en relación a la propiedad: Contrariamente a los que ocurría en los mejores años de la Convertibilidad los montos en concepto de alquiler hoy, no son equiparables a las cuotas de un préstamo hipotecario. Esto motiva que la relación cuota-ingreso restrinja el acceso a esta asistencia financiera, sólo a sectores de altos ingresos. Por más que existan interesados en "endeudarse" para la adquisición de una propiedad, se requiere prácticamente duplicar la cantidad de sueldos que en la Convertibilidad
- ✓ Cambio en las características de los "compradores": En general se trata de personas que aplican dólares traídos de fuera del sistema o bien que pudieron rescatar fondos de los depósitos acorralados. Por ende sus adquisiciones se centran en viviendas de alto valor que se adquieren sin necesidad de financiamiento y como sustituto a una colocación financiera en el mercado local.

9- Alquileres:

Si nos referimos al costo de los alquileres, desde la devaluación se mantuvo relativamente estable en términos nominales hasta hace unos pocos meses mientras que en términos reales cayó casi un 33% a lo largo del período. Esta característica se dio en la mayoría de los bienes no transables y servicios (ver siguientes gráficos). Si confeccionáramos un Índice con base diciembre 2001=100 que midiera el cociente entre el precio del alquiler (IPC Alquileres) y el precio del metro cuadrado veríamos que este cae, a junio de este año, más de un 60%. Esta relación denota que para los agentes que no tienen acceso a la financiación hipotecaria para la compra de una vivienda aún resulta conveniente alquilar. Asimismo, muestra la menor rentabilidad que ganan aquellos inversores que construyen o compran para luego obtener una renta por el alquiler de la propiedad.

Más recientemente, los constantes incrementos en el valor de los inmuebles arrastraron los valores de locación haciendo que la renegociación de los contratos en este año entre propietarios e inquilinos, incluyan incrementos considerables, corrigiendo en parte el retraso del precio relativo de los alquileres. Dadas las restricciones para el acceso al crédito hipotecario antes comentadas, estimamos que las presionistas alcistas se mantendrán en el mercado de alquileres hasta que se expanda la oferta con la maduración de los nuevos proyectos.

Evolución del precio de los alquileres



Fuente: BBVA Banco Francés

Alquileres/Precio m2



Fuente: INDEC

Adriana Haring haring@bancofrances.com.ar
 Andrea Suarez asuarez@bancofrances.com.ar

4. Entorno Financiero

La expansión de dinero primario estuvo controlada pero el crecimiento de los agregados monetarios del sector privado se aceleró

La expansión monetaria que realizó el Banco Central (medida como la variación de la base monetaria amplia) durante el año 2005 sería de aproximadamente el 10% si se acerca a la banda superior del programa monetario, variación similar a la del año 2004, pero con la salvedad que durante ese año los bancos fueron autorizados a realizar pases pasivos (que pueden considerarse prácticamente base monetaria por su corto plazo) contra el Banco Central con su liquidez excedente, es decir, si sumamos la base y los pases pasivos del año 2004 la emisión monetaria habría aumentado 20%. Por otro lado, el aumento en la emisión monetaria del 2005 fue inferior a la evolución positiva que tuvo la economía en general.

Mantener controlada la base monetaria fue a costa de un importante esfuerzo de absorción, dado que el exceso de dólares del sector externo creció sostenidamente entre el 2003 y el 2005. El sector financiero fue el más contractivo el último año ya que la absorción mediante pases, letras, notas y redescuentos representó el 36% de la base monetaria de fin del 2005 frente al 22% del año 2004.

En el año 2006 habría menos excedente de dólares (nuestra hipótesis base de intervención cambiaria total del 2006 es de unos U\$S 7000 millones) por lo que la absorción de crédito interno neto caería en términos nominales en cualquier escenario, tanto si se permite crecer a la base monetaria como el promedio de la economía (PIB nominal = 18%) o si la demanda de dinero no crece y la base monetaria tiene menor margen de expansión (por ejemplo 12% como durante el 2005). Este último escenario podría ser más probable si siguen las presiones inflacionarias. De todas formas, como el sistema financiero cada vez dispone de menos liquidez excedente, seguir contrayendo por cualquier vía (Lebac, pases o redescuentos) puede significar tendencia al alza sobre las tasas de interés para el año próximo.

Un punto importante este año es que los agregados monetarios totales y principalmente del sector privado crecieron a tasas nominales más altas que la base monetaria. La multiplicación de la base ha sido más fuerte en vista que el crecimiento de los préstamos se acelera y superaría el 30% durante el 2005. En lo que respecta a los depósitos del sector privado, se vieron favorecidos por la menor capacidad del sector público de acumular excedentes fiscales. El circulante en poder del público es el agregado más dinámico conjuntamente con los préstamos y el M2 del sector privado.

Se observa que durante el 2004 la variación de los agregados monetarios fue bastante pareja. Si bien la base monetaria creció 10%, el agregado más amplio incorporando los pases pasivos que antes describimos, lo hizo al 22%, al igual que la mayoría del resto de los agregados monetarios. En el 2005 hasta el 14 de diciembre la base monetaria crece 9/10% (en sus versiones sin y con pases pasivos respectivamente) mientras que el resto de las variables crece a tasas superiores, especialmente el circulante en poder del público, los préstamos y el M2 privado lo que evidencia que durante el 2005 hubo una aceleración en el crecimiento de los agregados del sector privado.

Mirando los grandes agregados de depósitos en términos del PIB como una proxy de demanda de dinero se destaca que entre el 2004 y 2005 los depósitos se estabilizan tanto del sector privado como del sector público lo que sugiere que no habría gran espacio para crecimiento de la monetización real.

A la fecha de finalización de este informe el Banco Central todavía no había dado a conocer el programa monetario del año próximo, por lo que todavía es prematuro anticipar cuál será la política monetaria a aplicarse. A la luz del escenario actual es de esperar que se siga con un esquema de sostenimiento del tipo de cambio, acumulación de reservas y absorción paralela del excedente monetario, dada la aceleración en el crecimiento que presentan los agregados del sector privado.

Factores de variación de la BMA

En millones de pesos	2004	2005/ al 13 dic
Sector externo privado	23.168	26.828
Crédito interno neto	-17.258	-24.052
Sector público	-6.511	-3.259
Letras y Notas	-3.680	-9.685
Redescuentos	-2.184	-9.608
Pases	-5.509	-518
Otros	826	-883
Variación BMA	5.910	2.774
Crédito interno neto / BMA	32,9%	43,5%
Letras, Notas, Pases	22,1%	35,9%

♦ Redescuentos / BMA

Fuente: BCRA

Factores de expansión y absorción monetaria

	Sector externo privado mill. U\$S	Credito neto interno mill. \$	Var BMA	
2003	5.775	-4.650	9.713	
2004	7.904	-13.069	5.910	
2005 (al 13/dic)	9.218	-23.195	2.774	
2006 (e)	7.000	-10.993	10.007	(18%)
	7.000	-14.328	6.672	(12%)

Fuente: BCRA

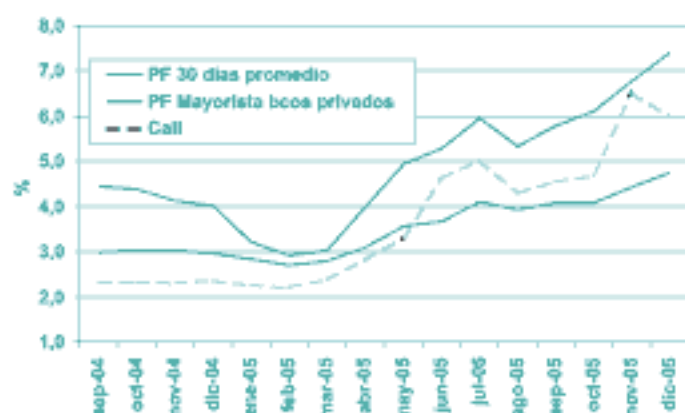
Evolución de agregados monetarios en pesos

	mill \$ en promedios mensuales		Var. %:	
	dic-04	dic -05 1/	2004	2005
BMA	50.746	56.082	10%	10%
BMA + Pases Pasivos	56.293	61.614	22%	9%
Circulante en poder del público	31.888	40.537	22%	27%
Depósitos totales	102.684	121.180	23%	18%
Depósitos del sector público	28.000	32.583	89%	16%
Depósitos del sector privado	73.844	87.230	6%	18%
M3 total	134.782	161.896	22%	20%
M3 privado	105.743	127.766	12%	21%
M2 privado	67.344	83.685	25%	24%
Préstamos al sector privado	34.116	44.678	27%	31%

1/ Hasta el 14 de diciembre.

Fuente: BCRA

Tasas de interés en \$ promedios del mes



Fuente: BCRA

Tasas del Banco Central y Tasa internacional

Promedios mensuales	Lebac corto plazo (56 d)	Pases Pasivos 7 d.	Tasa Fed Funds
ene-05	2,89%	2,89%	2,25%
feb-05	0,89%	2,75%	2,49%
mar-05	0,73%	2,75%	2,50%
abr-05	0,90%	3,25%	2,74%
may-05	5,13%	3,75%	2,99%
jun-05	5,71%	3,96%	3,01%
jul-05	5,84%	4,25%	3,25%
ago-05	5,89%	4,25%	3,43%
sep-05	6,15%	4,25%	3,60%
oct-05	6,23%	4,25%	3,75%
nov-05	6,89%	4,50%	3,75%
dic-05	6,92%	5,00%	3,75%

Saldos al 15/dic/05	cancelación deuda del FMI		
	Antes	Después	var. en mill.
BMA	55.826	55.826	0
Pases netos	5.243	5.243	0
Lebac y Nobac	26.370	26.370	0
Pasivos Fcieras del BCRA (mill. de \$)	87.439	87.439	0
Reservas Internacionales (15/dic/05)			0
en mill. U\$S	26.896	18.896	-8.300
en mill. \$	80.864	55.810	-24.954
Importaciones 2005 (e) en mill. de U\$S	28.500	28.500	0
Cobertura de BMA con reservas	145%	100%	---
Cobertura de pasivos Fcieras con reservas	92%	64%	---
Reservas / Importaciones	94%	65%	---
Reservas / PIB	14,9%	10,3%	---

Liquidez y tasas de interés: el sistema financiero se mantiene líquido, pero las tasas de interés seguirán subiendo

Las tasas de interés nominales del mercado han tenido una tendencia creciente a lo largo del año 2005, aún así continúan siendo negativas en términos reales

Esto se explica porque el sistema financiero continúa manteniéndose muy líquido ya que más del 30% de los depósitos se encuentra colocado en posiciones líquidas en el Banco Central bajo la forma de cuenta corriente, pases pasivos, Lebac y Nobac. Por otro lado, la tasa de interés real negativa continúa reflejando expectativas de apreciación del tipo de cambio real.

La subida gradual de las tasas de interés que se ha producido en el año fue principalmente impulsada por la política del Banco Central que ha subido las tasas de pases pasivos y letras por necesidad para cumplir con la absorción monetaria prevista en su programa, como también siguiendo la evolución de la tasa internacional. Creemos que esta tendencia continuará durante el 2006 y en algún momento las tasas podrían volverse neutras, esto dependerá de la velocidad de caída del tipo de cambio real que lo estimamos un 20% para alcanzar su valor de equilibrio. Además, de cuán preocupante para el gobierno se tome la evolución de la inflación lo que podría llevar a un escenario con una política más dura en materia de tasas de interés.

Efectos monetarios cancelación de la deuda con el FMI

Al cierre de este informe se anunciaba la intención del Gobierno de cancelar en su totalidad la deuda remanente con el FMI por U\$S 9.810 millones para lo que se haría uso de las reservas internacionales disponibles en cartera del Banco Central. Aunque hasta el momento no está totalmente claro el mecanismo por el cual se pondrá en práctica el pago de esta deuda dado que sería necesario modificar algunas leyes, en términos monetarios la medida podría debilitar el respaldo con reservas de los pasivos financieros del Banco Central (base monetaria, pases netos, Lebac y Nobac).

Si bien la base monetaria amplia quedaría cubierta en un 100% con reservas internacionales, el resto de la deuda emitida por el Banco Central para compensar la acumulación de divisas de estos últimos años no quedaría respaldada en su totalidad. En este sentido, el mercado puede haber advertido esta situación y a mediano plazo podría exigir una prima de riesgo más alta como lo demuestra la inmediata caída en la paridad de los bonos. Al tener una relación reservas / BMA más ajustada es probable que el Banco Central siga presionando sobre el mercado de cambios aumentando la intervención y presionando sobre el tipo de cambio nominal y con el costo de tasa de interés e inflación más altas.

Situación y perspectivas del sistema financiero argentino

Este trabajo tiene el propósito de revisar algunos de los problemas estructurales que se instalaron en el sistema financiero a consecuencia de la crisis que estalló a fin del año 2001 y también evaluar posibles riesgos y cuestiones pendientes de resolver a futuro.

Depósitos y crédito

Actualmente los préstamos del sector privado crecen más fuerte que los depósitos, pero lo hacen desde un nivel muy bajo. El sistema financiero redujo su endeudamiento neto

Después de la crisis del 2001/2002 los depósitos del sistema comenzaron a recuperarse gradualmente. A partir del 2003 y 2004 los depósitos del sector privado crecieron a tasas de aproximadamente el 12% promedio anual acelerándose suavemente su crecimiento durante el 2005. Los depósitos del sector público tuvieron un crecimiento exponencial durante dichos años debido a los excedentes fiscales que acumuló el gobierno, en tanto que luego de la renegociación de la deuda pública y debido a los mayores compromisos de capital e intereses del año 2005 la tasa de crecimiento de los depósitos oficiales decayó. Los depósitos totales representan un 25% del PIB, todavía 4 puntos por debajo del máximo alcanzado durante los años 90 en tanto que los depósitos privados representan un 17% del PIB, todavía más de 8 puntos por debajo del máximo alcanzado durante los años 90.

El crédito al sector privado fue el que más sufrió con posterioridad a la crisis. Hasta fines del 2003 seguía cayendo en forma neta y se había reducido a la mitad en términos nominales con respecto a los niveles que mostraba a fin del año 2000. Esto se explica tanto por la baja demanda de crédito de la economía como por el hecho de que el sistema estuvo aplicando gran parte de la liquidez generada por los depósitos a bajar su nivel de endeudamiento neto. Además, el sistema financiero se vio obligado a reforzar su posición de liquidez en vista de las mayores necesidades surgidas a partir de la liberalización de los depósitos reprogramados y la necesidad de afrontar el pago de los amparos presentados por los ahorristas perjudicados por la pesificación.

De todas formas, la recuperación de los préstamos privados ha sido notable a partir del año 2005 en que crece a tasas del 25% anual promedio. Sin embargo, lo hace desde niveles muy bajos dado que los préstamos todavía representan menos de 10 puntos del PIB, frente a un máximo de 23 puntos alcanzado en 1999.

De esta forma, a partir del año 2004 la situación tiende a estabilizarse y la mayor liquidez disponible comienza a aplicarse mayormente a préstamos al sector privado. De ahí que la relación de esta variable con respecto a los activos totales comience a aumentar. Como de todas formas la demanda de crédito no ha absorbido toda la liquidez excedente, durante el 2005 el sistema siguió cancelando endeudamiento neto (principalmente redescuentos con el BCRA). Dado que el gobierno nacional también está reduciendo en forma neta su endeudamiento, la exposición al sector público del sistema financiero tendría espacio para bajar, o a lo sumo se sustituiría deuda de la Nación por deuda del Banco Central, si éste tuviese fuertes necesidades de absorción monetaria en el futuro (tal como sucedió en 2005).

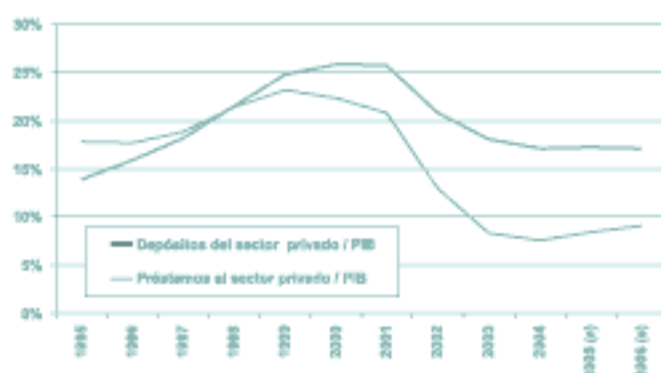
Con vistas al futuro próximo, seguimos estimando un crecimiento mayor en los préstamos que en los depósitos que permitiría que la brecha de desintermediación siga achicándose gradualmente si la situación económica continúa estable.

Exposición al sector público

Se ha ido reduciendo, aunque todavía es relativamente alta: 40% del total de los activos si se contabilizan las colocaciones en el Banco Central.

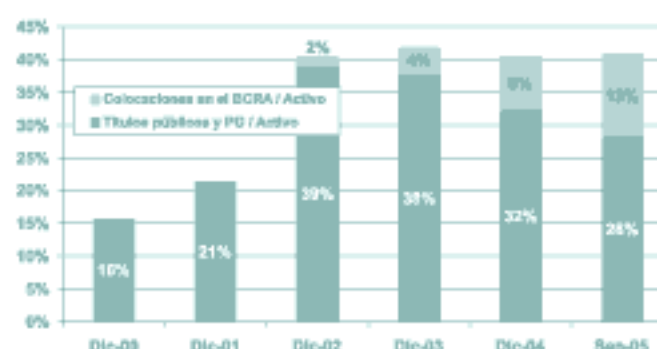
Considerando como activos del sector público a los títulos públicos, préstamos garantizados y también las colocaciones de Lebac y Nobac en el Banco Central, a nivel del sistema financiero la exposición se ha mantenido en torno al 40% de los activos. Los bancos privados en su conjunto han disminuido en alguna medida su exposición relativa y hoy tienen el 35% de sus activos colocados en el sector público frente a un máximo del 39% en el 2003.

Depósitos y préstamos en % del PIB (promedios anuales)



Fuente: MECOM y BCRA

Exposición al sector público del sistema financiero



Fuente: BCRA

Excluyendo las mencionadas colocaciones en el Banco Central, la exposición al sector público ha bajado de un máximo del 39% al 29% en el 2005, y en los bancos privados se ha reducido del 37% al 24%. Esto se debió principalmente a las cancelaciones de préstamos garantizados (por matching con redescuentos y venta de cartera) y algo de caída neta en la cartera de bonos públicos. Recientemente algunos bancos hicieron fideicomisos cuyo activo subyacente son préstamos garantizados, éste es un camino posible a futuro para reducir la cartera de activos públicos que mantienen los bancos.

Con respecto a la comparación anual de los ratios, se debe señalar que mientras durante los años 90 los títulos públicos estaban valuados a precios de mercado o a valor de compra en cuentas de inversión, luego de la crisis el Banco Central permitió valuar la cartera a valor nominal en el balance (actualmente hay vigente un esquema para alcanzar gradualmente la valuación de mercado en el 2008). En ese momento, la medida se tomó para evitar la contabilización de fuertes pérdidas y patrimonio negativo a consecuencia de la depreciación que sufrieron las cotizaciones de la deuda pública luego del default.

Rentabilidad

Por primera vez después de la crisis en 2005 el resultado es positivo

La crisis originó graves problemas de rentabilidad. Durante el período 2001-2004 el sistema arrojó sistemáticamente pérdidas que tuvieron su pico en el 2002. Esta situación fue mejorando paulatinamente y finalmente a partir del año 2005 el agregado comenzó a mostrar ganancias, la mejora estuvo apoyada en la recuperación gradual del margen por intereses y en la disminución de los costos asociados a la crisis, esencialmente la carga por amortizaciones, depreciaciones y cargos por incobrabilidad.

El aumento en el margen por intereses se debió a la evolución positiva del índice CER y a que la tasa real de interés se ha mantenido negativa en términos reales dado que el sistema mantiene en su balance un descalce CER / tasa de interés positivo.

En el 2006 es probable que la tasa de interés continúe siendo positiva en términos reales lo que permitiría al margen financiero seguir sosteniendo la mejora en la rentabilidad agregada del sistema.

Descalce de stocks entre activos y pasivos rentables

Todavía hay descalce de stocks entre activos y pasivos a tasa de interés y ajustables por CER, pero tiende a reducirse lentamente

La mejora del margen financiero se explica en parte porque las tasas reales son negativas y porque se sigue manteniendo el descalce entre activos y pasivos rentables en pesos a tasa libre y pesos ajustables por CER.

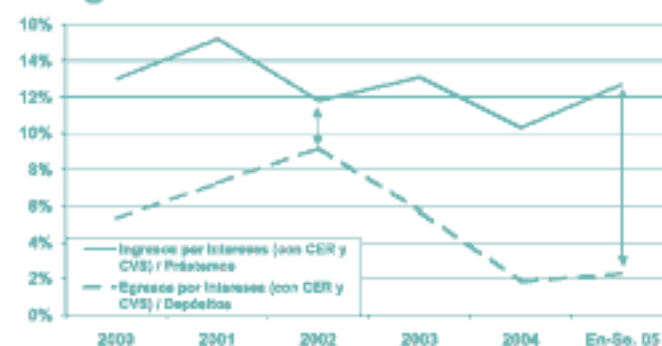
Este descalce se ha ido reduciendo paulatinamente en la medida que van aumentando los activos a tasa libre (nuevos préstamos al sector privado y colocaciones en Lebac y Nobac del Banco Central) y reduciéndose los activos ajustables por CER (por cancelación y venta de préstamos garantizados y extinción de los préstamos pesificados ajustables).

Rentabilidad del sistema financiero



Fuente: BCRA

Margen de interés



Fuente: BCRA

Amparos

Los amparos o medidas cautelares han reducido en gran medida su importancia como factor de riesgo, pero el sistema se ha visto obligado a absorber importantes pérdidas cuya recuperación aún es incierta.

En setiembre del 2005 terminaron de vencer los Cedros (depósitos reprogramados) de un stock inicial superior a los \$ 35.000 millones en el año 2002, y por los cuales el Gobierno ofreció 2 canjes totales o parciales por títulos públicos, uno en el 2002 y el otro al año siguiente.

Los amparos fueron perdiendo importancia relativa gradualmente hasta el 2005. En total, según información del BCRA se pagaron unos \$ 22.000 millones, de los cuales se estarían pasando a pérdida aproximadamente unos \$ 9.000 millones (el exceso pagado a valor dólar del 1,4 + CER). Los bancos actualmente están amortizando de manera escalonada las pérdidas por amparos y todavía no ha habido ningún fallo firme de la Corte Suprema de Justicia sobre la constitucionalidad de la pesificación.

Capitalización

Hubo aportes de capital y hoy el sistema está sobreintegrado con respecto a los requerimientos mínimos.

A partir de enero de 2004 comenzó a regir una nueva norma de capitales mínimos dado que este requerimiento se había suspendido con posterioridad a la crisis en vista de los imprevistos problemas de solvencia que presentaron la mayoría de las entidades. Las exigencias de capital aumentan gradualmente para dar tiempo a las entidades de recuperar rentabilidad y que se vaya normalizando la situación patrimonial.

La progresiva mejora en los resultados permitió paralelamente una mayor capitalización del sistema ya que el patrimonio neto agregado del sistema aumentó un 8,5% entre septiembre de 2005 y diciembre del año anterior. En la primera parte del 2005 hubo aportes de capital del orden de \$ 1.000 millones en su mayoría de entidades de capital extranjero, y con ello, los ratios de capitalización lograron superar los requerimientos normativos.

En general, y con respecto al manejo normativo que hizo el Banco Central a consecuencia de la crisis, se acompañó el ordenamiento del sistema financiero en la transición mediante reglas que permitieron entre otras cosas corregir algunas distorsiones como por ejemplo la valuación de los activos públicos en el balance (problema hoy aliviado por el aumento real que mostraron las valuaciones del mercado), y el diferimiento en la contabilización de las pérdidas por amparos, que es una cuestión aún no resuelta a nivel judicial. La mayor capitalización y mejoramiento en la estructura del balance por la baja en la exposición en el sector público se ha hecho sin embargo a costa de un achicamiento del sistema en términos reales. En efecto, el patrimonio de las entidades totales creció 50% en términos nominales y el de los bancos privados 32,6% entre 2000 y 2005, en tanto que la inflación minorista en dicho período fue del 66,2%.

Principales activos y pasivos rentables (datos estimados)

miles de millones de \$	pesos a tasa libre		pesos ajustados por CER	
	dic-02	sep-05	dic-02	sep-05
Activos	19,1	62,8	68,9	62,7
Títulos públicos y Lebac/Nobac	2,4	19,4	7,9	36,3
Préstamos al sector público	0,0	0,0	44,3	28,4
Préstamos al sector privado	16,7	43,4	16,7	0,0
Pasivos	82,2	110,4	48,8	28,3
Depósitos	62,2	110,4	19,0	8,8
Obligaciones con el BCRA	0,0	0,0	27,8	19,4

Fuente: BCRA

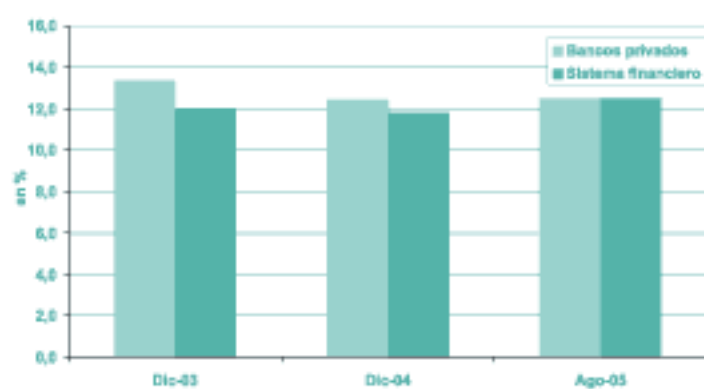
Amparos

Medidas cautelares (Amparos)	Millones de pesos		
	Nro. de casos	montos pagados	Stock de cedros (fin de período) 35000 (jun-02)
2002	174.001	13.604	19.359
2003	87.184	5.087	5.070
2004	42.322	2.619	1.609
2005 (octubre)	12.346	789	37
Acum. 2002/05	315.853	22.099	—

Fuente: BCRA

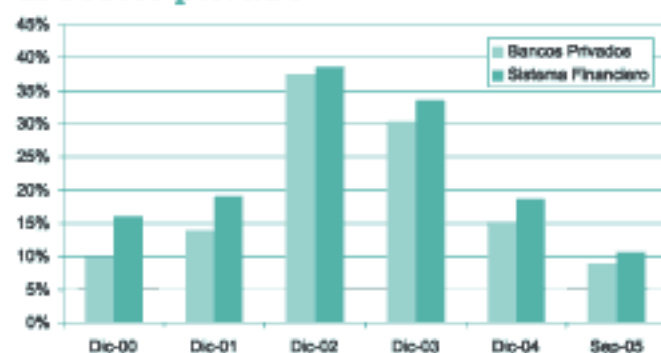
Capitalización

Patrimonio Neto sobre Activos Neteados



Fuente: BCRA

Cartera irregular de las financiaciones al sector privado



Fuente: BCRA

Calidad de cartera

La recuperación económica fue mejorando el grado de morosidad de la cartera activa del sistema.

La calidad de la cartera de financiaciones otorgada al sector privado mantiene una evolución positiva desde mediados del 2003. Esto es el resultado de una mejora en el contexto macroeconómico que influye positivamente en la capacidad de pago de empresas y familias e implica menor riesgo para las futuras financiaciones. El ratio actual de irregularidad de cartera alcanza a 10,6%, después de haber superado el 30% en los peores momentos de la crisis (ver ratios en anexos). De todas formas, esta tasa está influenciada por la performance de las entidades públicas que en general siempre han mostrado peores ratios ya que tomando los bancos privados el indicador alcanzó en agosto último a 8,9%. En línea con la menor irregularidad de cartera, el saldo de provisiones en los balances de los bancos cayó, aunque igualmente sigue siendo muy alta la cobertura de préstamos irregulares con provisiones, que en la banca privada llega a superar el 100%.

La calidad de la cartera activa podría seguir recuperándose a mediano plazo dado que la recuperación cíclica de la economía, aunque está desacelerando, continuará siendo importante.

Riesgos y problemas pendientes

A pesar de la mejora en la mayoría de los aspectos, algunos de los problemas que todavía seguirá arrastrando el sistema financiero son el descalce de plazos y monedas y una alta inmovilización del activo por las tenencias de activos públicos. Estos factores exponen a las entidades a una alta vulnerabilidad al no poder cubrirse de las variaciones bruscas en la tasa de interés y en las valuaciones de los títulos públicos que suelen mostrar los mercados y a la evolución de la economía en general.

El riesgo de liquidez generado por el pago de los amparos ha bajado, sin embargo, el tema ha perdido vigencia a nivel nacional e internacional. Mientras aún está pendiente la resolución judicial definitiva, el sistema financiero ha asumido el pago de depósitos pesificados al tipo de cambio libre a los ahorristas que iniciaron acciones judiciales.

A pesar del progreso en el saneamiento y normalización del sistema financiero, el nivel de intermediación es aún bajo. Uno de los principales desafíos para el sistema bancario es generar préstamos a largo plazo mediante operaciones en pesos en ausencia de mecanismos de indexación de los créditos y con ajustes aún pendientes en los precios relativos.

María Celeste Gonzalez celestegonzalez@bancofrances.com.ar

Argentina

Indicadores Económicos Básicos	2003	2004	2005	2006(e)
Actividad				
PBI Nominal (\$, miles de millones)	375,9	447,6	529,3	626,6
PBI Nominal (u\$s miles de millones)	127,1	151,2	181,1	209,0
PBI Real (Variación %)	8,8	9,0	9,0	7,0
Tasa de desempleo (promedio anual)	0,0	0,0	11,7	10,3
Precios				
PBI Deflactor (Var. % prom.)	10,9	9,2	8,4	10,7
IPC (Var. %, fin de año)	3,7	6,1	11,9	12,0
Sector Externo				
Exportaciones (u\$s miles de millones)	29,6	34,6	40,2	44,1
Importaciones (u\$s miles de millones)	13,8	22,4	28,5	33,7
Balance Comercial (u\$s miles de millones)	15,7	12,1	11,7	10,4
Saldo Cuenta Corriente (u\$s miles de millones) **	7,5	3,3	5,7	4,8
Tipo cambio (\$/u\$s, fin período)	2,96	2,99	3,05	3,15
Índice de Tipo de Cambio Real 1/	191,0	201,6	194,3	180,6
Deuda externa privada (U\$S miles de millones) 6/	59,0	55,0	53,3	n.d.
Sector Financiero				
Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	73,2	81,2	97,9	115,9
Depósitos sector privado Var. anual %	10,9	11,0	20,6	18,4
Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	30,7	38,6	52,3	65,4
Préstamos al Sector privado Var. anual %	-14,4	25,8	35,4	25,0
Tasa de interés Plazo Fijo 30 días (fin año)	3,7	3,1	5,0	8,0
Reservas internacionales del BCRA (u\$s miles de millones) 3/	14,1	19,6	27,8	27,6
Sector Público				
Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) 4/	8,7	17,3	19,5	21,3
Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) 4/	1,8	11,6	9,2	11,7
Deuda pública total (U\$S miles de millones) 5/	178,8	191,3	126,5	n.d.
Deuda pública moneda extranjera (U\$S miles de millones) 5/	135,8	138,4	80,1	n.d.
Deuda pública externa (u\$s miles de millones) 6/	105,9	115,9	63,9	n.d.

Indicadores de Riesgo (%)	2003	2004	2005	2006(e)
Cuenta Corriente/PBI	5,9	2,2	3,2	2,3
Balanza Comercial/PIB	12,4	8,0	6,4	5,0
Exportaciones/PIB	23,3	22,8	22,2	21,1
Importaciones/PIB	10,9	14,8	15,7	16,1
Resultado fiscal primario/PBI	2,3	3,9	3,7	3,4
Deuda pública/PBI	140,7	126,5	69,8	n.d.
Deuda pública externa/PBI	83,3	76,6	35,3	n.d.

Notas:

* Sujeto a revisión. estimado en base a los intereses devengados de la deuda pública antes de la restructuración.

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 restructurada).

5/ Deuda pública al 30/06/2005 (excluye holdouts). Sec.financiamiento.

6/ Según Estim. Balance de pagos, fin período, al 30/09/05. Fuente: Sec. de Política Económica.

Aumento (disminución) implica depreciación (apreciación).

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% promedio)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	2,7	4,2	3,6	2,8	2,3	2,7	3,4	2,8
UEM	0,7	1,8	1,4	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0
Japón	1,4	2,7	2,0	2,5	-0,3	0,0	-0,2	0,2
China	10,0	10,1	9,8	9,0	1,2	3,9	1,8	2,5

	Tasa oficial (% fin de periodo)				Tipo de cambio (fin de periodo)			
	6/1/06	Jun-06	Dic 06	Jun 07	6/1/06	Jun-06	Dic 06	Jun 07
EE.UU.	4,25	4,75	4,75	4,75				
UEM (\$/€)	2,25	2,50	2,75	3,25	1,22	1,20	1,22	1,24
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,50	114	117	115	110
China (cny/\$)	5,58	5,58	5,80	5,80	8,07	8,05	7,80	7,75

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	9,0	7,0	3,7	6,1	11,9	12,0
Brasil	0,5	4,9	2,7	3,4	9,3	7,6	5,6	5,5
Chile	3,7	6,1	6,9	6,5	1,1	2,4	3,7	3,1
Colombia	4,1	4,1	4,9	4,4	6,5	5,5	5,2	4,5
México	1,4	4,4	3,0	3,0	4,0	5,2	3,3	3,6
Perú	4,0	4,8	6,2	4,7	2,5	3,5	1,5	2,5
Venezuela	-9,2	17,9	9,4	4,1	27,1	19,2	14,4	15,3
LATAM ¹	1,7	5,9	4,4	4,1	7,1	6,8	5,9	6,0
LATAM Ex-México	1,8	6,5	5,0	4,4	6,3	7,3	6,8	6,8

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina ²	0,5	2,6	1,7	-1,9	5,9	2,2	3,2	2,4
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	2,0	1,3
Chile ²	0,0	2,5	4,8	2,0	-1,5	1,5	-0,4	-1,7
Colombia	-2,7	-1,3	1,2	2,0	-1,3	-1,0	0,1	1,1
México	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3
Perú	-1,7	-1,1	-0,4	-0,6	-1,5	0,0	1,0	0,4
Venezuela ²	-5,1	-1,9	1,6	-2,3	10,3	14,1	17,7	10,7
LATAM ¹	-1,9	-0,9	-0,8	-1,1	0,7	1,2	1,9	0,8
LATAM Ex-México	-2,7	-1,2	-1,1	-1,7	2,2	2,6	3,5	1,9

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de periodo)				Tasa de interés (% fin periodo) ³			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,99	3,01	3,15	3,7	3,1	5,0	8,0
Brasil	2,89	2,72	2,28	2,65	16,5	17,8	18,0	15,5
Chile	603	576	514	515	2,3	2,3	4,5	5,5
Colombia	2865	2404	2279	2365	8,0	7,8	6,3	6,9
México	11,24	11,15	10,63	11,30	6,0	8,7	8,8	7,0
Perú	3,47	3,28	3,42	3,40	2,5	3,0	3,3	4,5
Venezuela	1600	1920	2150	2150	15,1	12,4	10,9	10,3

³ Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

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

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

