

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 4 / Nro. 14 - Segundo trimestre 2008



Impacto de los precios de las materias primas en las cuentas públicas

¿El tipo de cambio real tiene espacio para apreciarse?

Una mirada sobre la distribución del ingreso

Flujos comerciales Argentina-China: las ventajas comparativas

# Indice

Fecha edición: 19 de mayo de 2008

<b>Editorial</b>	2
<b>Resumen Ejecutivo</b>	
<b>1. Perspectiva Internacional</b>	4
<b>2. Entorno Macroeconómico</b>	
Continuado impulso de la demanda interna	6
Perspectivas sobre la inflación minorista	7
Esperamos una reducción más suave en la tasa de desempleo	7
Mejora la solvencia fiscal en el 1 <sup>er</sup> trimestre 2008	8
Aumenta el superávit comercial en el 2008	9
Artículo: Una mirada sobre la distribución del ingreso en Argentina	11
Recuadro: Relación comercial entre Argentina y China: Una mirada desde las ventajas comparativas	14
<b>3. Política Monetaria y Cambiaria</b>	
Pocos cambios en la política monetaria del Banco Central	16
El BCRA mantiene estable el Tipo de Cambio Nominal	17
Recuadro: Cómo influirían los Términos del Intercambio y las Retenciones sobre el Tipo de Cambio Real	19
<b>4. Sistema Financiero</b>	
Recuadro: La estructura patrimonial del sistema financiero y posibilidades de expansión de los préstamos	20

## Han elaborado esta publicación:

Ernesto Gaba

Economista Jefe y Director de la presente publicación.

Ernesto Di Rocco

ernesto.dirocco@bancofrances.com.ar

María Celeste González

celeste.gonzalez@bancofrances.com.ar

Pablo González Ginestet

pablo.ginestet@bancofrances.com.ar

Adriana Haring

aharing@bancofrances.com.ar

Jorge Lamela

jorge.lamela@bancofrances.com.ar

Daniel Perrotti

daniel.perrotti@bancofrances.com.ar

Andrea Savignone

asavignone@bancofrances.com.ar

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

## Editorial

La economía argentina crecerá este año a tasas elevadas más moderadas aunque todavía sostenidas por la demanda agregada interna y los elevados precios de las materias primas. Sin embargo, una caída de estos precios junto con un mayor riesgo por causas internas, ausencia de medidas de ajuste y prolongación del conflicto agropecuario, produciría una ralentización más profunda en el nivel de actividad.

La continuidad de la expansión contribuye favorablemente a las cuentas públicas (mayores ingresos por retenciones) y el alto precio de las materias primas sostiene el superávit externo (por aumento de las exportaciones). En este entorno, el diferencial de inflación positivo con los socios comerciales está apoyando la continua apreciación del tipo de cambio real. Adicionalmente, la política del gobierno de evitar la apreciación el tipo de cambio nominal conduce a una tasa de inflación interna mucho más elevada que la internacional.

Sin embargo, una caída en el precio de las materias primas, reduciría sustancialmente los ingresos fiscales en concepto de retenciones a las exportaciones, al propio tiempo que los gastos por subsidios al sector transporte y energético probablemente seguirían aumentando como hasta ahora. El superávit externo también se reduciría por la caída en las exportaciones, a lo que podría sumarse la salida de capitales por el reciente aumento del riesgo argentino, en cuyo caso la cuenta corriente entraría en déficit por primera vez tras 7 años.

Nuestras previsiones – en línea con el consenso - prevén una reducción moderada de los precios agrícolas y el riesgo de choque externo sería bajo. Sin embargo, el riesgo interno está creciendo a partir del conflicto aún no resuelto con el sector agropecuario y expectativas de inflación al alza, lo cual propagaría efectos negativos hacia otros sectores llevando a un ajuste más brusco del nivel de actividad.

## Resumen Ejecutivo

En 2008, la economía argentina crecería 7,5%, aún significativamente por encima de su potencial de largo plazo, pero 1,2 p.p. porcentuales por debajo de 2007. Los indicadores de demanda del primer trimestre del año no muestran señales claras de desaceleración con respecto a finales de 2007 pero sí algunos indicadores de oferta, especialmente los afectados por el paro agropecuario. Este último debería afectar parcialmente los indicadores de actividad del primer trimestre, pero creemos que no se verificará un impacto sobre el promedio del año si no se siguen profundizando las medidas de fuerza. La cosecha de soja y su posterior industrialización podrían prolongarse más allá del segundo trimestre debido a ciertos cuellos de botella en transporte y puertos, afectando el comportamiento estacional, pero no el total anual.

Las restricciones de oferta energética que podrían materializarse en caso de un invierno muy crudo serán subsanadas temporalmente con las mayores importaciones de gas y petróleo que permite el superávit comercial. Al igual que en 2007, la industria manufacturera adaptaría su patrón de producción estacional a la disponibilidad de energía, acumulando inventarios en los períodos de condiciones climáticas más favorables.

En el sector externo, las importaciones continuarán creciendo a un ritmo superior a las exportaciones, aunque las de bienes de capital podrían reducir el ritmo de aumento en la medida que se reduzca la inversión en el sector agropecuario debido a la imposición de retenciones móviles. En cualquier caso, la inversión continuaría siendo el sector más dinámico de la demanda de la mano de la recuperación del sector construcción. Adicionalmente, el consumo privado explicará la mayor parte del crecimiento ante la desaceleración del consumo público.

En un contexto de leve desaceleración del crecimiento, esperamos que la tasa de desempleo continúe cayendo a 6,5% a fines de 2008, aunque a una velocidad menor que a inicios de la recuperación ya que se acerca a la tasa histórica de desempleo de Argentina. El salario privado registrado tendría un incremento nominal promedio del orden del 20% anual en punta, en línea con la pauta oficial y los primeros convenios colectivos que han sido acordados entre partes (Camioneros, Bancarios, Comercio, entre otros).

La presión al alza del índice de precios al consumidor recoge no solo causas externas, altos precios de las materias primas, sino también causas internas, principalmente un aumento del gasto interno a tasas superiores al 9% anual que excede largamente al crecimiento del PIB potencial, que según nuestras estimaciones ronda el 3,2% anual.

Las finanzas públicas también reflejan la solidez del crecimiento económico con aumentos de la recaudación de IVA y Seguridad Social cercanos al 35% en el primer trimestre del año. Pero, lo que sin duda ha tenido un impacto sustancial sobre la solvencia fiscal es la bonanza proveniente del aumento del precio internacional de las materias primas agrícolas. En 2007, los ingresos por retenciones representaron un 78% del resultado primario y permitieron financiar un aumento de los subsidios de 83% sin mayor deterioro del superávit fiscal. Sin embargo, esto constituye también el principal factor de riesgo para Argentina ya que una caída de 30% en los precios de las materias primas respecto a nuestro escenario base resultaría en una reducción del superávit entorno a 1,3% del PIB. Aunque el incremento del gasto público se ha desacelerado del 44% de 2007 al 35% actual, esto es insuficiente para blindar a la economía ante una caída de los términos de intercambio. La situación se complica más si se tiene en cuenta la presión de los subsidios al sector energético y transporte a los que se sumarían en 2008 nuevos subsidios a los pequeños productores agrícolas para compensar el aumento de retenciones.

El boom de materias primas agrícolas también es un factor crucial a la hora de explicar la solidez de las cuentas externas de Argentina. Aún suponiendo una ligera moderación en los precios agrícolas, como la que ya empieza a evidenciarse, con respecto a los elevados valores del primer trimestre, los términos del intercambio mejorarían más de 14% en 2008, llevando a las exportaciones a un récord de U\$S 74 mil millones. El superávit comercial se acercaría a los U\$S 14 MM, niveles similares a los observados en el período inmediatamente posterior a la crisis de 2001 donde las importaciones colapsaron. Sin embargo, este aparente fortalecimiento de la solvencia externa oculta una dinámica muy distinta en términos reales ya que el sustancial aumento de las importaciones que acompañó la recuperación económica, ha provocado una reducción del saldo comercial a precios constantes de 74% entre 2007 y 2002. De confirmarse la moderación prevista en el precio de las materias primas para el año 2009, el deterioro de los términos del intercambio llevaría a una reducción del superávit comercial a un tercio del proyectado para 2008 y a la desaparición del superávit en cuenta corriente.

Durante los primeros meses del año no ha habido cambios en el rumbo de la política monetaria que lleva a cabo el Banco Central, centrada en sus objetivos principales: sostener el nivel del tipo de cambio nominal, acumular reservas internacionales y cumplir con sus metas monetarias.

Por el lado de la demanda de dinero se observa que la relación entre agregados monetarios/PIB tiende a estabilizarse, es decir, se habría agotado la etapa de fuerte monetización de la economía reduciendo los grados de libertad a la actual política monetaria.

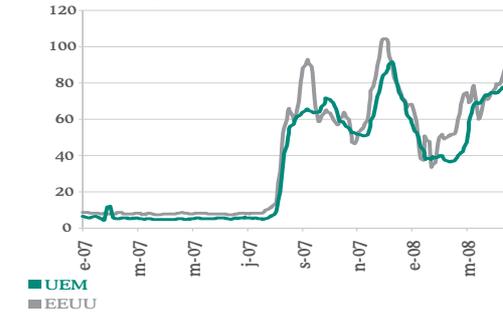
Los préstamos siguen creciendo casi al doble que los depósitos, a partir de niveles muy bajos post convertibilidad. Hasta el momento la fuente básica de fondeo de los préstamos son los depósitos, pero en el futuro (ver estudio especial en el capítulo Sistema Financiero) el crecimiento de los préstamos requerirá la presencia de otras fuentes de fondeo como una nueva reducción por parte de los bancos del riesgo público y acudir a fuentes de financiamiento internas y externas, hasta el momento prácticamente ausentes.

En nuestro escenario de continuación del abundante excedente externo, el Banco Central se vería obligado a intervenir activamente en el mercado cambiario para moderar las presiones a la apreciación del peso. En consonancia con esta política, el tipo de cambio nominal se ubicaría entorno a \$3,23/U\$S a fin de año. Pero el tipo de cambio real frente al dólar continuaría apreciándose a lo largo del año reflejando el diferencial de inflación de Argentina con respecto a EEUU, aunque algunos de nuestros estudios econométricos indican que el tipo de cambio bilateral estaría llegando a su valor de equilibrio. Es probable que el peso continúe fortaleciéndose en términos reales con respecto al dólar tanto por impacto de la mejora en la productividad relativa de Argentina como por el aumento de los precios de exportación. En el caso del tipo de cambio multilateral, más relevante que el bilateral para valorar el tipo de cambio de equilibrio, el peso se encuentra aún muy depreciado y el margen de apreciación sería mayor. Sin embargo, en un escenario de riesgo con salida de capitales sería necesaria una mayor intervención del BCRA, incluyendo pérdida de reservas, para evitar una depreciación de la moneda.

Por último, la tasa de interés que los bancos pagan por sus depósitos sigue siendo negativa en términos reales reflejando en parte un tipo de cambio real que aún se encuentra por encima del equilibrio. En la medida que se vuelva cada vez más negativa, tal y como señala el aumento de las expectativas de inflación del sector privado, se ampliaría aun más la brecha de producto positiva con el consiguiente aumento de las presiones inflacionistas.

### Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 3 meses:

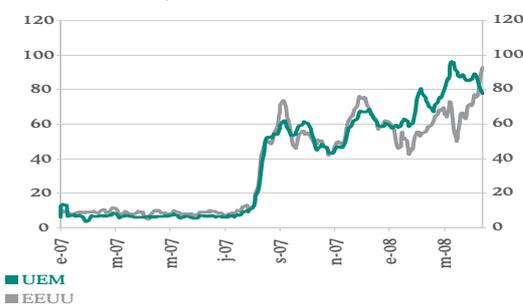
Diferencial (LIBOR 3 M -Expectativas Política Monetaria 3 M)



Fuente: Bloomberg. LIBOR 3 M - OIS3M (Overnight Index Swap). Med.móv. 5 días

### Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 12 meses:

Diferencial (LIBOR 12 M -Expectativas Política Monetaria 12 M)



Fuente: Bloomberg. LIBOR 12 M - OIS12M (Overnight Index Swap). Med.móv. 5 días

### Riesgo de crédito bancario: CDS 5 años (pb)



Fuente: Bloomberg y BBVA. Media simple de CDS Senior a 5 años

### ISM versus IFO

(desviación estándar respecto a la media)



Fuente: Datastream y BBVA

## 1. Perspectiva Internacional

### Crisis financiera más prolongada

La economía mundial y, particularmente, las economías desarrolladas, continúan bajo la influencia del choque financiero iniciado el pasado verano. Sus efectos, más prolongados de lo inicialmente esperado, se han extendido hacia una gran variedad de agentes, activos y mercados. A día de hoy siguen sin mitigarse las tensiones en los mercados monetarios, a pesar de las medidas adoptadas por los principales bancos centrales. La Reserva Federal ha sido, sin duda, el más activo con un agresivo recorte de tipos oficiales, el incremento de inyecciones de liquidez a las entidades financieras mediante varios programas de préstamo (TAF, TSLF, PDCF, repos) y su intervención, mediante un préstamo especial, en la reciente compra de Bear Stearns por parte de JP Morgan. El BCE, con una estrategia diferente y menos agresiva, ha tratado de alargar los plazos, en lugar de incrementar la liquidez del sistema. El último en incorporarse a esta sucesión de medidas ha sido el BoE, con el anuncio de una nueva facilidad de liquidez, que amplía los colaterales aceptados y prolonga de forma significativa los plazos de la misma, pues los bancos podrán intercambiar sus activos ilíquidos por bonos del Tesoro durante un plazo de uno a tres años.

Los problemas de financiación bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios. Las primas de riesgo de crédito continúan siendo elevadas y los problemas de emisiones a nivel global persisten. Las pocas emisiones que se han producido en los mercados primarios han sido a un coste muy elevado. Además, se han visto afectados otros agentes, como las aseguradoras de bonos. Igualmente, se han registrado pérdidas sustanciales en otras clases de activos norteamericanos más allá de los residenciales, incluyendo los bonos municipales y los préstamos apalancados. No obstante, las últimas medidas fiscales y regulatorias podrían establecer un suelo en la cotización de estos activos, evitando un deterioro adicional en los mismos. En este difícil contexto, las entidades financieras se han visto obligadas a reconocer importantes pérdidas derivadas de la merma de valor de sus carteras de activos, que superan ya los 200mm. de dólares, una cifra que previsiblemente se incremente en los próximos meses. Además, el deterioro macroeconómico que se está produciendo en las principales economías, y en especial en EE.UU., podría mantener la presión sobre las cuentas de resultados bancarias. Ambas tendencias suponen un desafío para algunas entidades financieras muy expuestas a los sectores más afectados, que deberán buscar recursos para recapitalizarse.

### Economías desarrolladas, de la economía financiera a la real

La severidad y persistencia del choque financiero se está trasladando ya de forma negativa a la economía real, si bien la magnitud y duración de su impacto sobre las distintas regiones podría ser muy distinto.

La economía estadounidense es la que está experimentando la desaceleración más aguda. El mercado inmobiliario continúa sin estabilizarse y contribuyendo negativamente al crecimiento, a la vez que el consumo se debilita progresivamente, como consecuencia del deterioro de la confianza y del mercado laboral, que ya acumula tres meses consecutivos de destrucción de empleo. Así, en un contexto en el que parece poco probable que la aportación del sector exterior o las posibles medidas fiscales que se puedan adoptar vayan a ser suficientes para contrarrestar la situación, se espera que la economía de EE.UU. crezca en promedio un 1% en 2008, muy alejado de su crecimiento potencial y del de 2007 (2,2). En este contexto, de desaceleración se espera que la Reserva Federal mantenga los tipos en el 2% de aquí a finales de año.

Por su parte, la desaceleración de la economía europea está siendo mucho más gradual y moderada, gracias a la fortaleza mostrada por la economía alemana, que se está viendo favorecida por la mayor diversificación de sus exportaciones. Sin embargo, a la vista de que las tensiones financieras en Europa podrían ser similares a las de EE.UU. y que algunos países miembros ya están haciendo frente a una desaceleración cíclica (España, Irlanda, Reino Unido), cabe esperar que las actuales turbulencias y el deterioro de la economía estadounidense terminen impactando la zona euro por lo que el crecimiento para 2008 podría acabar en el 1,5% respecto al 2,6% de 2007.

La inflación, por su parte, continuó acelerándose a nivel global, en buena parte por los altos precios de los alimentos y de la energía, con un precio del petróleo instalado en cotas superiores a los 100\$/barril. Así, la inflación en EE.UU. y la zona del euro, pasó del 2,1% y 1,8%, respectivamente, en enero de 2007 al 4,0% y 3,6% en marzo de 2008. En este sentido, aunque se espera que se trate de un fenómeno temporal, los riesgos sobre la inflación son al alza, especialmente en Europa, donde los recientes aumentos de los precios han llevado a que el BCE endurezca aún más si cabe su discurso. A medida que la economía se vaya ralentizando y que la inflación se vaya mitigando, el BCE debería tener margen para relajar su política monetaria, hasta situar el tipo oficial en el 3,5% a finales de año. Ante este panorama de desaceleración económica y tipos oficiales más bajos, cabe pensar que la renta fija pública de largo plazo pueda seguir actuando de

activo refugio y se mantengan en niveles relativamente bajos durante todo el año, ubicándose en el 3,90% tanto en EE.UU. y Europa, a finales de 2008.

Por último, prosigue la debilidad del dólar frente al euro, fuertemente condicionado por las divergentes expectativas de crecimiento y de política monetaria para EE.UU. y Europa. A corto plazo, lo más probable es que la debilidad persista. Sin embargo, en la medida en que la economía estadounidense se estabilice y los signos de desaceleración de la economía europea sean más plausibles y el BCE relaje su política monetaria, el dólar podría revertir hacia niveles menos depreciados.

### Asia, moderación del crecimiento y mayor riesgo de inflación

En 2007, Asia emergente y Japón crecieron 9.1% y 2.1%, respectivamente. De hecho, la mayoría de los países de la región terminaron sorprendieron al alza. En el primer trimestre de 2008, los principales indicadores económicos en Asia se han mostrado en general sólidos a pesar del deterioro de las condiciones económicas en el entorno internacional, en base a la mayor diversificación geográfica de sus exportaciones, un crecimiento elevado en el resto de economías emergentes y la importancia de la demanda interna.

En cualquier caso, el entorno exterior es lo suficientemente negativo para pensar que la región desacelere su crecimiento en 2008 en torno a un punto porcentual respecto a 2007. En cualquier caso, el sesgo a nuestras previsiones de crecimiento se mantiene a la baja ante la incertidumbre sobre la evolución de la economía global y los posibles efectos de segunda ronda ante una caída significativa de las exportaciones, una corrección brusca de los mercados de valores o un eventual efecto contagio en la región. A corto plazo, otro riesgo importante es el rápido aumento de la inflación acompañado, en algunos casos, de una fuerte apreciación de las divisas asiáticas frente al dólar que podría llevar a una fuerte apreciación real y, por tanto, a una ulterior caída de las exportaciones. provocar una desaceleración más intensa anticipadot.

Hasta el momento, los Bancos Centrales en la región se muestran más preocupados por los riesgos sobre crecimiento que sobre inflación. China, Hong Kong y Singapur tienen actualmente tipos reales muy negativos, regímenes cambiarios poco flexibles y reducido margen de actuación en política monetaria. En esta situación existe el riesgo de una inflación más elevada y persistente..

La subida en los precios internacionales de materias primas, energía y, más recientemente, de los alimentos está tras el fuerte repunte de la inflación en Asia. Los gobiernos en la región han reaccionado con medidas de corte fiscal y administrativo tales como recortes de tarifas a la importación, restricciones o prohibición a la exportación de ciertos productos agrícolas, controles sobre precios y subsidios a la producción. Sin embargo, este tipo de medidas pueden introducir importantes distorsiones que impidan el ajuste automático del mercado así como el deterioro del saldo fiscal y déficit corriente en algunas economías. Alternativamente, los bancos centrales podrían optar por utilizar más activamente la política monetaria con subidas de tipos de interés y apreciación del tipo de cambio. En cualquier caso, en el corto plazo, dichas medidas ayudarían a contener las presiones inflacionarias a costa de un menor crecimiento.

### Materias primas

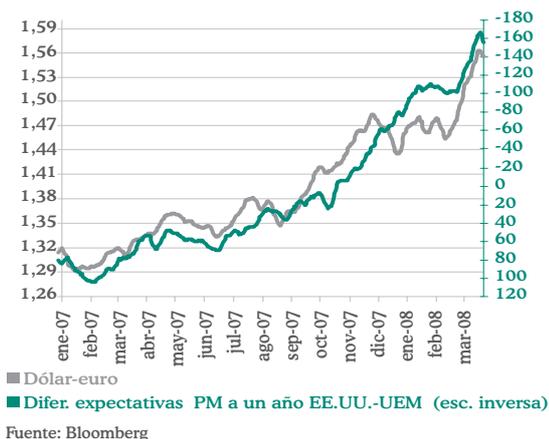
Los precios de las materias primas siguen registrando alzas generalizadas, alcanzando cifras record en algunos casos y generando una creciente preocupación por su impacto en la inflación global. En el caso de los alimentos, destacan en particular las recientes alzas del precio de arroz y el desabastecimiento de este producto en diversos mercados globales. Desde una perspectiva histórica, el shock en los precios de la energía es comparable con el experimentado en los años 70, mientras que en otros casos, como los alimentos, el tamaño del shock es menor y podría aún quedar recorrido alcista en los precios dada la presión de la demanda de las economías emergentes. De hecho, para los alimentos, el aumento de la población y del ingreso per capita en países como China está determinando un cambio en el patrón de consumo. Junto a la demanda, los factores financieros parecen estar jugando un papel importante en el alza de los precios de las materias primas, tales como la depreciación del dólar o la preferencia de los inversores de este tipo de productos como activo refugio.

A pesar de los elevados niveles de precios actuales, los contratos de futuros descuentan para finales de año subidas adicionales para algunas materias primas como el maíz, el trigo o el oro, mientras que los futuros para la soja, el petróleo o el cobre muestra una senda de moderación en los próximos meses.

Nuestras previsiones apuntan a una ligera moderación de los precios actuales (ver tabla xx). El petróleo tipo Brent, que ha cotizado cerca de los 120\$/b, es un mercado muy tensionado por la combinación de factores estructurales (demanda robusta de emergentes y oferta inferior a la prevista en el primer trimestre del año), financieros y geopolíticos. Nuestra previsión apunta a una convergencia muy gradual al nivel de equilibrio, estimado en 65-70\$ en los próximos años. Para finales de 2008, estimamos que el precio del barril cerraría entorno a los 90\$.

### Dólar-Euro vs. diferencial de expectativas de PM a un año entre EE.UU. y la UEM

(media móvil semanal)

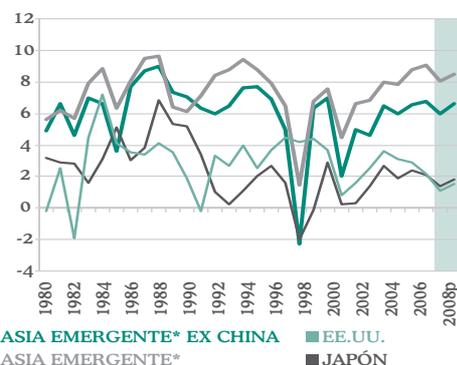


### Previsiones financieras (fin de período)

	2007	2008	2009
<b>Tasas oficiales</b>			
EE.UU.	4,25	1,50	2,25
UEM	4,00	3,50	3,75
<b>Tasas a 10 años</b>			
EE.UU.		3,50	4,20
UEM		4,00	4,15
Dólar-euro		1,50	1,42

Fuente: SEE de BBVA

### Crecimiento PIB real (%)



### Asia: tipos reales de política monetaria (% , mar-2008)

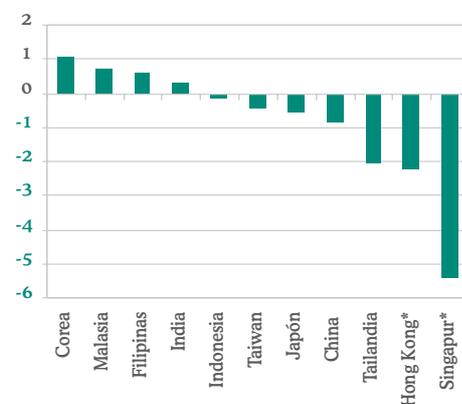
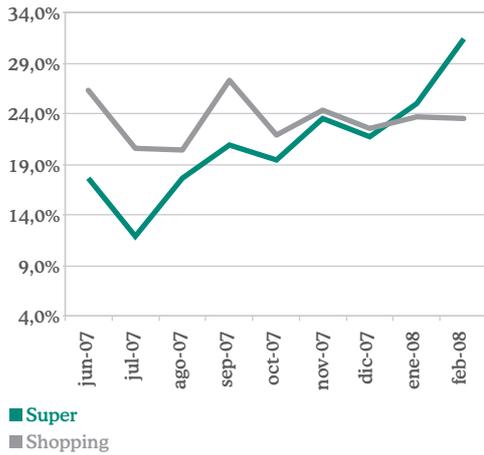


Gráfico 1. Indicadores de Demanda

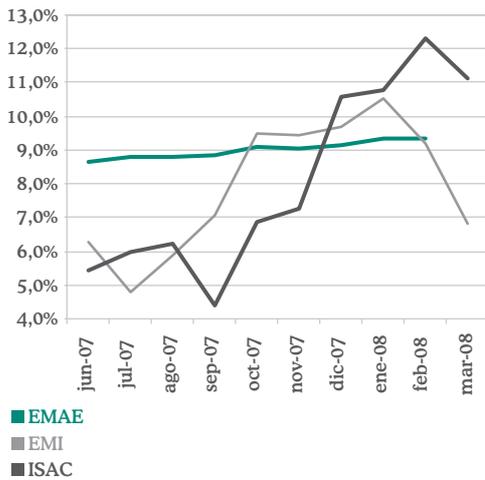
(variaciones % interanuales a precios constantes)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec)

Gráfico 2. Indicadores de Oferta

(variaciones % interanuales promedios móviles 3 meses)



(Indicadores de Volumen Físicos; Emae: proxy del PIB; EMI: indicador de producción; ISAC: indicador de construcción)  
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec)

Cuadro 1. Agregados Macroeconómicos (variaciones % interanuales a precios constantes de 1193)

	PIB	Consumo Privado	Consumo Público	Inversión	Exportaciones	Importaciones
2007	8,7%	9,0%	7,4%	14,4%	8,9%	20,7%
2008 (p)	7,5%	8,2%	6,5%	11,0%	8,0%	17,0%
I-08 (p)	8,4%	8,8%	6,3%	15,9%	10,5%	21,9%

Fuente: Elaboración propia y datos Indec.

## 2. Entorno Macroeconómico

### Continuado impulso de la demanda interna

Los indicadores de demanda doméstica mantienen su dinamismo a pesar de un escenario internacional con mayor riesgo y de la caída en la confianza del consumidor en el plano local. En el primer trimestre se mantuvo el fuerte ritmo de expansión en las ventas de Supermercados y Centros de Compra, con tasas de crecimiento interanuales muy elevadas, superiores al 20%. (ver Gráfico 1).

La otra cara del dinamismo de la actividad interna se refleja en una significativa aceleración de las importaciones, en particular las de bienes de capital. Está claro que, como en años anteriores, el sector externo continuará restando al crecimiento del producto.

En su conjunto, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE variable que asimila el desempeño del PIB), mostró en los primeros dos meses del año un crecimiento de 9,4% (promedio interanual).

Por el lado de la oferta (gráfico 2), los indicadores correspondientes al primer trimestre exhiben un buen desempeño comparado con el año 2007, aunque empiezan a exhibir un perfil de desaceleración, especialmente en industria y construcción.

Las restricciones a la oferta energética que podrían hacerse patentes ante un invierno con bajas temperaturas, serán subsanadas con una mayor importación de combustibles y energía (gran parte provenientes de Brasil y Venezuela), financiadas con el abundante superávit comercial. En este sentido, y al igual que en 2007, la industria manufacturera adaptaría su patrón de producción estacional acorde a la disponibilidad energética, acumulando inventarios en los períodos de condiciones climáticas más favorables.

El paro agropecuario que afectó gran parte del mes de marzo y entró en una tregua durante abril, no derivó en acuerdo y volvió a resurgir en el mes de mayo. Desde el punto de vista de sus efectos sobre la economía evaluamos dos impactos. Por un lado, el que se refiere a las consecuencias sectoriales, y es que los procesos afectados son - en su mayoría - procesos productivos que pueden recuperarse temporalmente dentro del año (debido a la ociosidad de las ramas productivas), aunque habría algunos casos menores vinculados a productos perecederos de la industria alimenticia de más difícil recuperación.

Por otra parte, hay un potencial efecto sistémico vinculado al aumento en la prima de riesgo provocado por el conflicto irresuelto, que afectaría las decisiones de consumo e inversión.

Nuestro escenario base contempla una rápida resolución del conflicto que permita mantener el crecimiento en 7,5% durante 2008. No obstante, hemos reducido nuestra previsión de crecimiento para el primer trimestre llevándola del anterior 9,6% al actual 8,4%.

En cuanto al desempeño por componentes de demanda y oferta agregadas (cuadro 1), la inversión y el consumo privado continuarán creciendo a tasas superiores al PIB, impulsados por el aumento de la masa salarial y la expansión del crédito.

#### La actividad es vulnerable a una caída del precio de las materias primas

Sin embargo, el crecimiento anual de 7,5% se podría ver sustancialmente afectado por dos factores de riesgo: la caída en los precios de las materias primas o el aumento de la prima de riesgo.

A efectos de dimensionar estos riesgos, se ha estimado, por un lado, que una caída en el precio de todas las materias primas exportados por Argentina (de 30% interanual con respecto a nuestro escenario base) provocaría una desaceleración del PIB de 150 pb en este año y de 200 pb en 2009 (mientras que si se restringe la caída a los precios de los cereales, oleaginosas y derivados, la desaceleración asciende a 130 pb en 2008 170 para 2009).

Un aumento en el riesgo país de Argentina, o bien por factores internos (principalmente que se prolongue el conflicto agropecuario), o externos visto el difícil escenario internacional, ocasionaría una caída en la tasa de crecimiento. El PIB desaceleraría 90 pb en 2008 y 130 pb en el próximo año si se supone un aumento del spread de Argentina de alrededor de 2 desvíos Standard con respecto al escenario base.

Por tanto, esperamos para 2008 otro año de elevado -aunque más moderado - crecimiento. De empeorar el entorno externo - o por una caída de los precios de las materias primas o del riesgo país - el crecimiento podría caer hasta el 6% para 2008.

## Perspectivas sobre la inflación minorista

La presión al alza del índice de precios al consumidor recoge causas externas, altos precios de las materias primas, e internas principalmente un aumento del gasto interno a tasas superiores al 9% anual que excede largamente al crecimiento del PIB potencial, que según nuestras estimaciones ronda el 3,2% anual.

Por el lado externo, la política de precios del gobierno en Argentina ha buscado aislar a los consumidores de los efectos en la suba de precios internacionales. Con este propósito, el gobierno aplicó una batería de políticas que incluyeron subsidios cruzados (hacia diferentes sectores de la cadena alimenticia como la industria láctea y la avícola), sistemas de retenciones (la modificación más reciente incorpora retenciones móviles para la soja, girasol, maíz y trigo), y la prohibición o reducción en los cupos de exportaciones (carne vacuna, combustibles, trigo), privilegiando el abastecimiento local.

En el Cuadro 2 se muestran indicadores que tratan de valorar las tendencias predominantes en la variación del IPC, según la metodología oficial vigente. Al respecto, el gobierno está trabajando sobre un nuevo índice de precios al consumidor, pero aún no se ha anunciado oficialmente la fecha de su publicación.

Se observa que la inflación de Alimentos y Bebidas resulta, a pesar de las medidas del gobierno para evitar los efectos de los altos precios internacionales, prácticamente igual al nivel general. Al observar la inflación subyacente la misma resulta más elevada, sugiriendo que la mayor inflación se encuentra vinculada a causas internas.

Finalmente, las expectativas de inflación superan ampliamente a la variación del nivel general del IPC y sus componentes antes comentado, ubicándose en 32,8% en el mes de abril, según la Universidad Di Tella.

Nuestra proyección de 11% de aumento en los precios minoristas para el 2008, conforme a la metodología oficial de medición vigente, contempla un gradual ajuste en las tarifas energéticas<sup>1</sup>. Por el lado de salarios, suponemos aumentos en línea con las ganancias de productividad, pero existe un riesgo considerable de que se produzcan desvíos al alza, en torno al 30% (particularmente en las ramas gastronómicas, metalúrgicas y automotrices).

## Esperamos una reducción más suave en la tasa de desempleo

Los niveles de ocupación continuaron creciendo durante el año 2007 acompañando la expansión de la actividad económica (ver cuadro 3). Sin embargo, se observó un menor dinamismo en la creación de empleo como es habitual luego de un período de fuerte recuperación de planteles tras la crisis.

El año cerró con una tasa de desocupación del 7,5% para el IV trimestre y del 8,5% si tomamos en consideración el valor promedio del año.

Nuestras previsiones para el año en curso son de un nuevo avance en los niveles de ocupación que permitirán un nuevo retroceso en la tasa de desocupación.

Ello es consecuencia de una demanda de empleo que crecería en línea con un nivel de respuesta a cambios del PIB (elasticidad Empleo/PIB) ligeramente por debajo del año pasado y un crecimiento de la economía del 7,5% anual, mientras que la oferta se expandiría por el aumento vegetativo de la población (1,0% anual) y una mayor participación de los trabajadores en el margen. La tasa promedio de desempleo se ubicaría entonces en el 7,8%, (considerando a los beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar que realizan una contraprestación laboral, mientras que al IV trimestre se acercaría a valores cercanos al 6,5%.

Para el año 2009, con igual comportamiento esperado de la oferta de trabajo y una demanda, estimada al igual que el 2008 pero que incorpora una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad económica (proyectamos una suba del PIB de 5,3%), la tasa de desocupación se reducirá en menor medida. Esperamos que el promedio de desocupados, incluidos Planes, alcance el 7,3% en promedio y 6,1% en la punta.

El paulatino acercamiento a la tasa "natural" de paro de la economía, que ubicamos alrededor del 6,0% de la población económicamente activa, contribuye a un mayor crecimiento nominal en los salarios, en particular en aquellos sectores o segmentos de trabajadores con ciertas capacidades en las cuales ya empieza a evidenciarse restricciones de oferta, lo que se traduce en mayor poder de negociación de los mismos.

Cuadro 2.  
Indicadores de Inflación

	2007	Abril 08 / Dic 07	
		Acumulado	Anualizado
IPC	8,5%	3,4%	10,5%
Alimentos y Bebidas	8,6%	3,7%	11,5%
Resto IPC (Inflación Subyacente)	10,7%	4,9%	15,5%
Expectativas de Inflación UTDT *	23,6%	32,8%	

\* Inflación esperada para los próximos 12 meses, el último dato corresponde a abril  
Fuente: Indec; Universidad Di Tella

Cuadro 3.  
Proyección de la situación laboral

Concepto	2005	2006	2007	2008 (e)	2009 (e)
1. Población (miles hab)	38592,2	38970,0	39351,6	39736,9	40126,0
2. Tasa de Actividad (%)	45,7	46,3	46,1	46,2	46,3
3. PEA (miles hab) (1 x 2)	17648,6	18026,7	18132,9	18350,3	18570,8
4. Tasa de Empleo (%)	40,4	41,5	42,2	42,6	42,9
5. Empleo (miles hab) (1 x 4)	15609,8	16191,4	16594,9	16922,6	17207,1
6. Tasa de Desocupación (%)	11,6	10,2	8,5	7,8	7,3
7. Desocupación (miles hab) (3 x 6)	2038,8	1835,3	1538,0	1427,7	1363,6

Se aplican las tasas relevadas para los aglomerados urbanos por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) al total de la población.  
Fuente: BBVA Banco Francés sobre información primaria de INDEC y elaboración propia.-

<sup>1</sup> Cada 10% de aumento promedio en las tarifas energéticas y el transporte, la inflación minorista aumenta 1pp.

**Cuadro 4.**  
**Evolución de los salarios**

Periodo	Variaciones %			Nivel General
	Sector Privado Registrado	Sector No registrado	Sector Público	
Dic '07/Dic '06				
Nominal	20,0%	24,1%	28,4%	22,7%
Real 1/	2,4%	5,9%	9,6%	4,6%
Feb '08/Feb '07				
Nominal	20,1%	25,1%	30,4%	23,3%
Real 1/	1,7%	6,0%	10,5%	4,4%
Dic '08/Dic '07				
Nominal	20,0%	n.d.	n.d.	n.d.
Real 1/	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

1/ Deflactado por el Índice de Precios al Consumidor. A partir del 2007 ajustado por el Índice combinado aglomerados del Interior.  
Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC.

**Cuadro 5.**  
**Resultado sector público base caja variaciones interanuales**

	Año 2007	1er. Trimestre 2007	2008
<b>Ingresos totales</b>	<b>37,8%</b>	<b>33,1%</b>	<b>40,5%</b>
<b>Gasto Primario</b>	<b>44,3%</b>	<b>40,1%</b>	<b>34,7%</b>
Prestaciones a la SS	56,8%	63,3%	32,7%
Transf. al sector privado	59,7%	30,5%	53,4%
Resto gasto primario	29,3%	29,8%	27,3%
<b>Intereses</b>	<b>42,3%</b>	<b>46,7%</b>	<b>2,2%</b>
<b>Resultado Primario</b>	<b>11,0%</b>	<b>3,6%</b>	<b>22,3%</b>
<b>Resultado Operativo</b>	<b>-20,0%</b>	<b>-48,4%</b>	<b>10,5%</b>

Fuente: BBVA en base a información del Mecon.

**Cuadro 6.**  
**Cuentas del Sector Público Base Caja 1/**

millones de pesos	Observado		Variación	
	2006	2007	%	mill.\$
<b>INGRESOS TOTALES</b>	119.070	164.074	38%	45.004
Retenciones	14.712	20.450	39%	5.738
Resto ingresos 2/	104.359	143.624	38%	39.265
<b>GASTO PRIMARIO</b>	95.899	138.310	44%	42.411
Prestaciones a la seguridad social	32.190	50.461	57%	18.270
Subsidios	8.799	16.123	83%	7.324
Subsidios sector energético	4.032	8.331	107%	4.299
Subsidios sector transporte	1.876	4.219	125%	2.343
Subsidios agro, rural y forestal	223	1.510	578%	1.287
Otros	2.669	2.064	-23%	-605
Resto gasto primario	54.910	71.726	31%	16.816
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	23.171	25.764	11%	2.593
(% del PIB)	3,5%	3,2%		
Retenciones / PIB	2,2%	2,5%		
Subsidios / PIB	1,3%	2,0%		

1/ Excluye transferencias por Coparticipación y Leyes Especiales a las provincias.

2/ En el 2007 incluye \$7814 mill. de ingresos extraordinarios por traspaso de fondos de AFJP a Anses.

Fuentes: BBVA en base a información de Mecon y ASAP.

Los salarios reales (ver cuadro 4) han mostrado durante el 2007 una nueva recuperación en todas las categorías<sup>2</sup>, destacándose las correspondientes a los trabajadores públicos y no registrados que recuperaron parte de su atraso relativo. Los datos correspondientes al comienzo del 2008 mantienen la tendencia observada el año anterior, destacándose el dinamismo de las remuneraciones de los asalariados no registrados. Esto refleja las mejores condiciones de negociación de los trabajadores informales ante el empuje otorgado por los ajustes en las remuneraciones mínimas de fines de 2007 y el aumento de la demanda del sector formal de la economía.

Nuestra previsión para el 2008 es de un incremento nominal del salario privado registrado del orden del 20,0% anual en punta. El incremento previsto está en línea con los primeros convenios colectivos que han sido acordados entre partes (Camioneros, Bancarios, Comercio, entre otros). Ello no quita, que puedan apreciarse desviaciones en las negociaciones particulares por sobre esta pauta promedio atendiendo tanto a la situación de productividad del sector involucrado como al poder de negociación que en distintos segmentos del mercado de trabajo pueden ejercer tanto trabajadores como empresas.

En un escenario de riesgo el incremento nominal podría ser mayor porque los acuerdos alcanzados contemplan cláusulas "gatillo" de ajuste si los precios superan determinada pauta.

La previsión de la evolución real de los salarios durante el año es más difícil de valorar porque dependerá de los resultados del nuevo Índice Precios al Consumidor que el Gobierno planea publicar durante el año en curso.

### Mejora la solvencia fiscal en el 1° trimestre 2008

El hecho más significativo de las cuentas fiscales del primer trimestre del 2008 es que los ingresos están creciendo ahora a una tasa más alta que los gastos, al contrario de la tendencia que se vio todo a lo largo del año anterior, como se observa en el cuadro 5.

El gasto primario creció un 34,7% en el trimestre enero-marzo en comparación con igual período del año anterior. Si bien el rubro prestaciones a la seguridad social mostró un reacomodamiento favorable como esperábamos (el ajuste producido por la moratoria se extinguía durante el corriente año), todavía sigue siendo preocupante el aumento que siguen teniendo las transferencias al sector privado en el trimestre, donde se computan la mayoría de los subsidios a sectores económicos.

#### ... pero los subsidios aún son altos

La solvencia fiscal sigue siendo alta, pero sujeta a discusiones sobre la eficiencia y equidad sobre la forma cómo el gobierno redistribuye los ingresos que percibe por retenciones a las exportaciones hacia subsidios al sector energético y transporte, donde las tarifas están notoriamente atrasadas<sup>3</sup>. Para contribuir al análisis, en el Cuadro 6, presentamos el resultado fiscal del gobierno nacional con el siguiente desglose: por el lado de ingreso distinguimos lo recaudado por retenciones, mientras que por el lado del gasto primario lo desagregamos en gasto previsional, "subsidios" y resto<sup>4</sup>.

El crecimiento de los subsidios, conjuntamente con las Prestaciones a la Seguridad Social fueron los dos fuertes impulsores del gasto primario del 2007. Pero mientras que el aumento en las prestaciones proviene esencialmente del efecto de la incorporación por única vez de los nuevos beneficiarios de la moratoria previsional (1.6 millones de nuevos jubilados), el gasto en subsidios podría seguir creciendo en la medida que prosiga la actual política de no reajustar tarifas, principalmente energéticas. Al respecto, el año pasado la brecha entre retenciones menos subsidios se redujo a 0.5 pp del PIB. Dicho de otro modo, en el 2007 los subsidios aumentaron a una tasa que duplica a la de las retenciones, 83% y 39% respectivamente.

<sup>2</sup> Para deflactar todas las variables nominales del presente informe, se utiliza hasta enero de 2007, el IPC GBA que se empalma a partir de esa fecha con las variaciones registradas en el promedio simple del IPC tres provincias (Santa Fe, Mendoza y San Luis), según lo relevado en el IPC Nacional.

<sup>3</sup> Para un análisis del balance fiscal estructural ver nuestra revista Situación Argentina Año 4 Nro 13.

<sup>4</sup> En el caso de "subsidios" la fuente son los informes de la Asap (Asociación argentina de presupuesto y administración financiera pública).

### El superávit primario podría bajar 2 pp del PIB en un escenario de riesgo

En el escenario base (cuadro 7), el superávit primario del 2008 alcanzaría a 3,8% del PIB. Por el lado de los ingresos, se supone que la contribución a las retenciones sigue aumentando porque se mantienen relativamente altos el precio de las materias primas y por alícuotas de retenciones móviles en función del precio. Por el lado del gasto, el escenario base supone que crece un 29%, una importante desaceleración con respecto al aumento del 44% del año 2007. Esto sería posible por una moderación del gasto previsional (no habría una nueva moratoria del alcance de la del año pasado), y porque los gastos en subsidios crecerían menos que en el 2007, en la medida que los precios internacionales de los combustibles (el gobierno cubre faltantes subsidiando importaciones) retrocediesen y que el gobierno realizase ajustes parciales de tarifas, como ya sucedió con transporte.

Pero el escenario base tiene riesgos, ya que podemos preguntarnos que sucedería si el precio de los materias primas tiene una mayor caída y/o el reciente conflicto con el sector agropecuario se resuelve finalmente con una reducción en las alícuotas a las retenciones sobre las exportaciones. También podría suceder que el gasto en subsidios sigue teniendo una expansión importante, porque finalmente no cae el precio del petróleo (como se supone en nuestro escenario internacional) o siguen las tarifas congeladas. En el Cuadro 7 se intenta cuantificar estos riesgos, bajo los siguientes supuestos:

- Durante los 3 últimos trimestres de este año los precios de las materias primas bajan un 30% con respecto a los niveles de fin del año 2007, es decir el precio de la soja retrocedería a U\$S 280 la tn (promedio 4to trimestre del 2008), sobre cotizaciones actuales de alrededor de U\$S 470 la tn.
- La tasa de crecimiento de los subsidios se mantiene en 83% como en el año 2007.

El escenario de riesgo proyecta un superávit primario de 1,8% del PIB, con una importante caída de 2 pp con relación al Escenario Base. Es probable que el escenario de riesgo no se materialice totalmente este año, principalmente por el supuesto pesimista sobre la caída del precio de las materias primas, pero podría ganar probabilidad de ocurrencia en el 2009. Además, el año que viene se producirán más vencimientos de la deuda soberana en un entorno difícil (crisis internacional y falta de acuerdo con el Club de París) para que Argentina acceda a nuevo financiamiento internacional.

### Aumenta el superávit comercial en el 2008

Hemos revisado al alza nuestras estimaciones anuales de saldo comercial. Con relación a las exportaciones si bien mantenemos nuestra previsión de un crecimiento anual de las cantidades exportadas, elevamos la suba esperada de los precios en 2008. Nuestra previsión se ubica en 23% impulsada por las principales materias primas. De esta manera, el total de exportaciones durante el año alcanzaría un valor de U\$S 73.950 millones, lo que implica un incremento del 32,6% respecto del año 2007.

Con respecto a las importaciones ajustamos nuestra previsión de cantidades al 24,8%<sup>5</sup>, mientras que en materia de precios la suba asciende actualmente al 7,8% ante el auge que también se observa en las materias primas industriales. El valor de las importaciones ascendería a U\$S 60.150 millones, esto es una suba del 34,5% respecto al año anterior. Ver supuestos en Cuadro 8.

El saldo comercial se elevaría entonces a U\$S 13.800 millones resultado que posibilitaría sostener saldo de la Cuenta Corriente del orden del 2,6% del PIB, similar a la del año anterior (2,8%).

#### ... pero en el año 2009 el superávit comercial caería más del 50%

Para el 2009 asumimos un agotamiento del ciclo alcista de las materias primas, con lo cual los precios de las principales exportaciones argentinas mostrarían una caída del orden del 3,7%, mientras que la tasa de crecimiento de las cantidades es similar a la del corriente año. Por su parte, el menor crecimiento de la actividad económica bajará el crecimiento de las importaciones. En consecuencia estimamos que la balanza comercial se reduzca a unos U\$S 5.700 millones.

Este resultado no debería sorprender ya que refleja la importancia que tiene sobre la solvencia externa de Argentina, el nivel de los precios de las materias primas. Como lo ilustra el gráfico 3, excluyendo el efecto precios, la balanza comercial a precios constantes va registraría un déficit en 2008 debido a la fuerte expansión de las importaciones que se viene registrando desde 2003.

Según nuestras previsiones, en 2009, la cuenta corriente dejará de ser superavitaria, acercándose al equilibrio, pero debe tenerse en cuenta que un cambio en el signo de los Términos del Intercambio como el previsto (de un crecimiento del 14,4% en 2008 a una caída del orden del 5% en el 2009) podría afectar el nivel de crecimiento del PIB alrededor de un punto porcentual. En este caso, el menor crecimiento

<sup>5</sup> Se elevó la elasticidad Importaciones/PIB a 3,3 (antes 2,9) en línea con lo observado en los últimos meses debido a las mayores necesidades de abastecimiento energético e insumos para la industria.

Cuadro 7.

### Cuentas del Sector Público Base Caja 1/

millones de pesos	Escenario base		Escenario riesgo	
	2008	var.% 08/07	2008	var.% 08/07
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>217.664</b>	<b>33%</b>	<b>204.670</b>	<b>25%</b>
Retenciones	38.028	86%	25.033	22%
Resto ingresos	179.637	25%	179.637	25%
<b>GASTO PRIMARIO</b>	<b>178.405</b>	<b>29%</b>	<b>185.935</b>	<b>34%</b>
Prestaciones a la seguridad social	58.457	16%	58.457	16%
Subsidios	22.015	37%	29.544	83%
Resto gasto primario	97.934	37%	97.934	37%
<b>RESULTADO PRIMARIO (% del PIB)</b>	<b>3,8%</b>	<b>52%</b>	<b>1,8%</b>	<b>-27%</b>
<b>Retenciones / PIB</b>	<b>3,7%</b>		<b>2,4%</b>	
<b>Subsidios / PIB</b>	<b>2,1%</b>		<b>2,9%</b>	

1/ Excluye transferencias por Coparticipación y Leyes Especiales a las provincias.  
Fuentes: BBVA en base a información de Mecon y ASAP.

Cuadro 8.

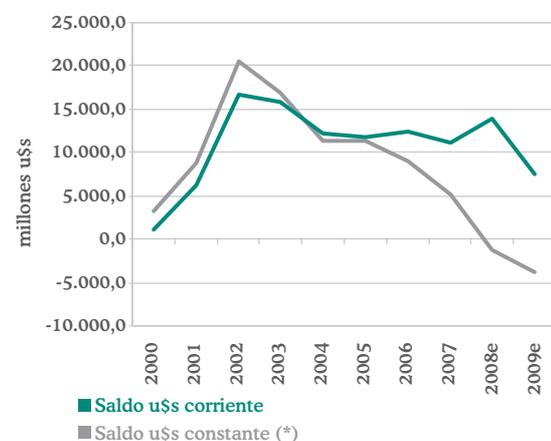
### Supuestos Escenario Base Variaciones %

Periodo	Exportaciones		Importaciones Elast. Imp/ PIB Precio		
	Cantidad	Precio	PIB	PIB	Precio
2007	8,0%	11,5%	8,7%	2,6	7,6%
2008 (est)	7,5%	23,3%	7,5%	3,3	7,8%
2009 (est)	7,5%	-3,7%	5,3%	3,0	1,7%

Fuente: SEE BBVA Banco Francés.

Gráfico 3.

### Balanza Comercial 2000-2009 (e)



Se deflataron exportaciones e importaciones por el precio promedio 2000-2007

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec)

**Cuadro 9.**  
**Evolución Sector Externo**  
**Escenario Base**

Año	millones u\$s			Cuenta Corriente/ PIB
	Export.	Import.	Saldo	
2007 (p)	55.779,8	44.707,6	11.072,2	2,8%
2008 (e)	73.950,0	60.150,0	13.800,0	2,6%
2009 (e)	76.600,0	70.900,0	5.700,0	0,1%
Variaciones %				
2007/2006	20,1%	30,9%		
2008/2007	32,6%	34,5%		
2009/2008	3,6%	17,9%		

Fuente: SEE BBVA Banco Francés.

**Cuadro 10.**

USD/tonelada	Principales Precios Agrícolas			Variaciones porcentuales por periodo		
	dic-05	dic-07	mar-08	Dic '07/ Dic '05	Mar '08/ Dic '07	Mar '08/ Dic '05
	Trigo	131	295	347	125,2%	17,6%
Maíz	96	158	217	64,6%	37,3%	126,0%
Soja	238	438	514	84,0%	17,4%	116,0%
Girasol	239	477	591	99,6%	23,9%	147,3%
Aceite de Soja	432	1.025	1.355	137,3%	32,2%	213,7%
Aceite de Girasol	503	1.269	1.693	152,3%	33,4%	236,6%
Pellets de Soja	181	342	358	89,0%	4,7%	97,8%
Pellets de Girasol	77	163	231	111,7%	41,7%	200,0%
Petroleo WTI (USD/barril)	59,4	91,4	105,5	53,8%	15,4%	77,5%

Fuente: SEE BBVA Banco Francés.

**Gráfico 4.**  
**Precio de la Semilla de Soja, FOB Puertos Argentinos**



Fuente: SEE BBVA Banco Francés

**Cuadro 11.**  
**Oferta y Demanda agregada (tasas de variación Interanual)**

Tasas a/a	1tr07	2tr07	3tr07	4tr07	1tr08	2tr08	3tr08	4tr08	2006	2007	2008 p	2009 p
Consumo hogares	8,9%	8,7%	8,9%	9,3%	8,8%	8,2%	8,3%	7,6%	7,8%	9,0%	8,2%	5,7%
Consumo público	6,4%	7,0%	7,7%	8,2%	6,3%	6,8%	6,9%	6,0%	5,2%	7,4%	6,5%	5,5%
FBCF	13,7%	12,7%	13,0%	17,7%	15,9%	13,2%	9,5%	7,1%	18,2%	14,4%	11,0%	7,5%
<b>Demanda interna *</b>	9,1%	9,6%	10,1%	10,7%	9,8%	9,1%	8,2%	7,6%	9,2%	9,9%	8,7%	6,5%
Exportaciones	9,0%	8,7%	8,0%	9,9%	10,5%	9,8%	8,0%	4,2%	7,3%	8,9%	8,0%	7,7%
Importaciones	20,6%	18,9%	18,9%	24,0%	21,9%	20,3%	15,2%	11,8%	15,4%	20,7%	17,0%	13,5%
<b>Saldo exterior *</b>	-1,2%	-0,9%	-1,2%	-1,6%	-1,4%	-1,2%	-1,0%	-1,1%	-0,7%	-1,2%	-1,1%	-0,9%
<b>PIB pm</b>	322.449	367.492	367.539	379.278	349.566	396.659	394.094	404.255	330.565	359.189	386.143	407.659
tasa interanual	8,0%	8,6%	8,8%	9,1%	8,4%	7,9%	7,2%	6,6%	8,5%	8,7%	7,5%	5,3%
<b>Empleo total, tasa de variación</b>	3,7%	2,6%	3,2%	1,4%	2,7%	1,5%	1,7%	2,5%	3,7%	2,5%	2,0%	2,0%
<b>Tasa de Paro (% Pob Activa)</b>	9,8%	8,5%	8,1%	7,5%	8,6%	8,3%	7,8%	6,3%	10,2%	8,5%	7,8%	7,0%

reduciría las importaciones a alrededor de U\$S 1.800 millones, llevando el superávit comercial a U\$S 7.500 millones y a un saldo de la cuenta corriente del -0,1% del PIB. Ver Cuadro 9.

**Los Commodities impulsan un fuerte crecimiento en los términos del intercambio**

Los precios de exportación de Argentina han venido creciendo a lo largo de los últimos años, pero a partir del 2006 han cobrado un singular dinamismo, acumulando en sólo dos años una suba del 21%. Pero esta suba no se frena aquí: para este año 2008, de acuerdo a nuestras estimaciones, esperamos un crecimiento en los precios de exportación del orden del 23% con respecto de los ya elevados niveles observados en 2007.

Esta suba está siendo determinada básicamente por el incesante aumento del precio de las materias primas agrícolas, productos que predominan en las exportaciones argentinas, y también altos precios del petróleo donde Argentina sigue siendo un exportador neto. El contexto de debilidad del dólar y mayores niveles de riesgo aumentan la posición especulativa en este tipo de bienes lo que no sólo genera mayor presión al alza de los precios sino una marcada volatilidad en los mismos. Ver Cuadro 10.

Esperamos que los precios agrícolas muestren una senda descendente a partir del segundo trimestre de este año, pero aún así la fuerte suba registrada en la última parte de 2007 y en el primer trimestre de este 2008 hace que, en promedios anuales, aún se verifiquen aumentos en el nivel general de los precios de exportación.

Nuestras previsiones de moderada baja en los precios agrícolas para lo que resta del 2008 y el próximo año, se basan en un escenario de gradual recuperación del dólar, de la mano de una pronta salida de la recesión estadounidense que actualmente mantiene castigada a dicha moneda. También esperamos una caída en las posiciones especulativas del mercado de futuros, actualmente cerca de sus niveles máximos. En materia de fundamentales los inventarios de este año siguen bajando porque la demanda mundial sigue muy dinámica. Al respecto para este año esperamos un crecimiento del PIB promedio del orden del 5% para los principales países consumidores de soja (USA, China, Brasil, Argentina, Europa).

Para ilustrar este punto tomamos en consideración el caso de la soja, el principal producto de exportación de Argentina<sup>6</sup>, el precio de cuya semilla se observa en el Gráfico 4.

Como se puede advertir es a partir de fines del año 2006 cuando el precio de la soja cobra un fuerte dinamismo que se acentúa aún más en la segunda mitad del 2007 y comienzos del 2008. Según nuestros modelos estructurales y autorregresivos de previsión para el precio de la soja, su precio exhibiría una tendencia descendente en los próximos meses.

La previsión del rango superior de U\$S 422 la tonelada (fin del 2008) y U\$S 385 la tonelada (fin del 2009) Por el contrario, el rango inferior de la estimación de U\$S 408 y U\$S 351 la tonelada, para los periodos ya comentados, suponen principalmente una recuperación más rápida del dólar frente al euro.

Un aspecto importante a resaltar, es que el rango bajo de la estimación seguiría arrojando precios altos en términos del promedio de los últimos años, pero comprometerían la solvencia externa (menores exportaciones) y fiscal (menores ingresos por retenciones, como se explica en la sección finanzas públicas).

<sup>6</sup> Recordemos que el Complejo Sojero (semilla, aceite y pellets) constituye poco más del 25,0% del total de las exportaciones argentinas.

## Artículo: Una mirada sobre la Distribución del Ingreso en la Argentina

### Resumen Ejecutivo

La publicación de la Cuenta de Generación de Ingresos en octubre del 2006 (y su posterior actualización en septiembre 2007) cubrió una ausencia de tres décadas de estadísticas oficiales sobre la distribución funcional del ingreso.

La disponibilidad de esta nueva información nos permite un mejor análisis en dos direcciones: evaluar el peso de los impuestos indirectos netos de subsidios en el PIB, y también la evolución de la distribución del ingreso por factores productivos (incluyendo su proyección hasta el 2010).

Presentamos un análisis de la distribución personal de los ingresos donde -dejando de lado el lugar que ocupa dentro del proceso productivo cada agente económico - se evalúa el grado de concentración de los ingresos durante el período 1993-2006.

Las principales conclusiones del análisis son:

- En 2006 la participación de los ingresos de los trabajadores en el Valor Agregado Bruto se ubicó en niveles similares a los vigentes a inicios de la década pasada. Ello tras un período de fuerte mejora en los niveles de empleo a partir de 2003 y crecimiento de los salarios. Sin embargo, no se debe dejar de mencionar que la participación de los trabajadores en el PIB es menor por la mayor incidencia de los impuestos netos de subsidios.
- El progreso hacia una mejor distribución personal del ingreso ha sido más lento. Si bien en los últimos años se ha registrado una mejora, todavía no se alcanzaron los niveles de inicios de la década de los '90.
- La tasa de desempleo prácticamente se ha reducido a niveles similares a los vigentes al inicio de la década de los '90, aunque debe tenerse en cuenta que se incluye actualmente dentro de los ocupados a los beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar. La no inclusión de los receptores de subsidios elevaría la tasa de desocupación del 2006 en alrededor de dos puntos porcentuales.
- En la proyección de la distribución del ingreso hasta el 2010, consideramos, en todos los casos, que en ese año la tasa de desempleo se ubica alrededor de su nivel friccional del 6% que refleja las experiencias históricas de menor desempleo y que resulta muy elevada (como tasa de equilibrio de largo plazo) por las altas rigideces que aún permanecen en el mercado laboral. En un escenario conservador, donde la tasa de informalidad y el salario real se mantienen en los niveles actuales, la participación de los asalariados sufre un retroceso con respecto a los niveles actuales. Alternativamente, en un Escenario Optimista donde la informalidad continúa reduciéndose gradualmente y los salarios reales aumentan conforme a la productividad, la participación de los asalariados mejoraría al 42,7%, pero se ubicaría aún 2 pp por debajo de los niveles del año 1993.

### Aumento de la presión fiscal

Un paso previo al análisis de la evolución de la participación de los factores de producción en el ingreso, consiste en obtener a partir de las cifras del Producto Bruto Interno (PBI) a precios de mercado, el Valor Agregado Bruto (VAB) a precios de productor, deduciéndole los Impuestos sobre los productos netos de subsidios. Entre los principales impuestos netos de subsidios considerados deben mencionarse el impuesto al Valor Agregado, a las importaciones, a las exportaciones, ingresos brutos, a los combustibles e internos.

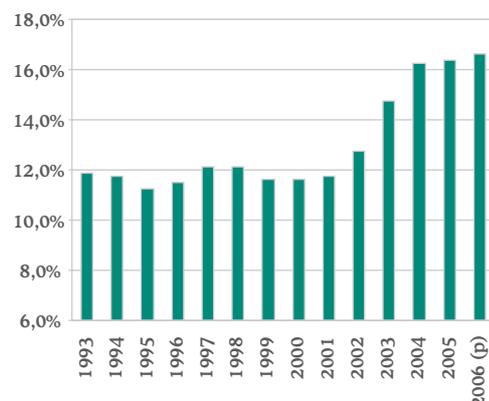
Es importante destacar el crecimiento que ha tenido durante el período analizado la participación de los impuestos netos de subsidios en el PIB. Esta participación ha aumentado gradualmente en el período Post-Convertibilidad desde un 11,7% promedio durante la década del '90, hasta llegar al 16,6 en 2006. Esta trayectoria se explica por varios factores:

Jorge Lamela

jorge.lamela@bancofrances.com.ar

Gráfico 1.

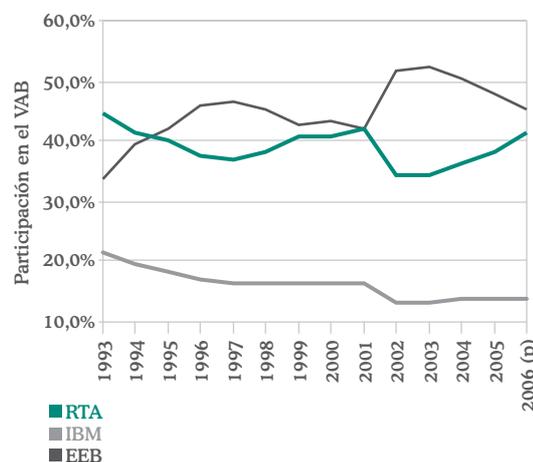
### Participación Impuestos sobre Productos/ PIB



Fuente: SEE BBVA Banco Francés

Gráfico 2.

### Distribución Funcional del Ingreso



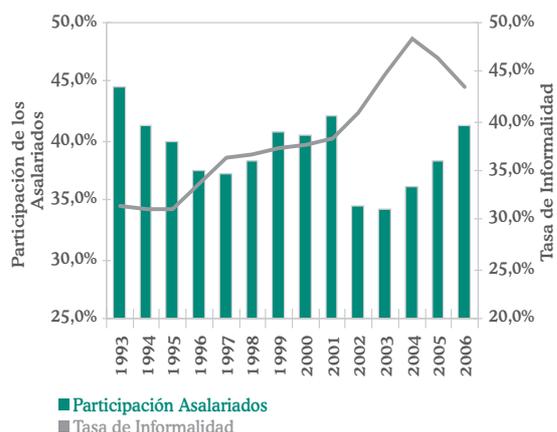
Fuente: SEE BBVA Banco Francés

**Gráfico 3.**  
**Participación de los asalariados y tasa de desempleo**



Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC

**Gráfico 4.**  
**Participación de los asalariados y tasa de informalidad**



Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC

a) el efecto eficiencia en la recaudación de impuestos, en particular con respecto al Impuesto al Valor Agregado; y

b) el aumento de los gravámenes al comercio exterior, en cuyo caso particular deben considerarse la acción de tres efectos: i) el impacto pleno que causara la devaluación sobre la recaudación de estos impuestos en pesos; ii) el aumento en el nivel de Derechos de Exportación, en particular los que alcanzaron a los principales granos y sus subproductos, así como al petróleo crudo y sus subproductos y iii) el alza de las cotizaciones en el mercado mundial de los productos involucrados, fundamentalmente alimentos.

### Distribución funcional del Ingreso

Recordemos que la distribución funcional del ingreso consiste en asignar los resultados del proceso de producción entre los factores productivos. La división habitual entre Remuneración del Trabajo Asalariado (RTA), que incluye los aportes patronales, y Excedente de Explotación Bruto (EEB) se ve enriquecida en la nueva elaboración oficial por la inclusión del Ingreso Bruto Mixto (IBM), que recoge los ingresos de aquellos agentes para los cuales no es posible separar la remuneración al trabajo de la correspondiente retribución destinada a los activos que intervienen en el proceso productivo.

La participación de los asalariados en el VAB durante el período de análisis, registrada en el Gráfico II, está influenciada por dos variables relevantes: el desempleo y la tasa de informalidad.

En la primera etapa de la Convertibilidad, 1993-95 se produjo un notable aumento del desempleo, principalmente por privatizaciones y reducción de aranceles, que redujo la masa salarial y con ello la participación de los asalariados en casi 5% del PIB en sólo 2 años. En el período 1997-2001, la participación se recuperó porque los beneficios empresariales se redujeron como consecuencia de la recesión, mientras que los salarios reales mejoraron levemente al mantenerse fijas las remuneraciones nominales a pesar del ambiente deflacionario. La violenta salida de la Convertibilidad produjo en 2002 un punto de inflexión porque el desempleo subió abruptamente mientras que el salario real tuvo una fuerte caída y la participación de los asalariados se redujo al 34,6% del total de los ingresos. Al mismo tiempo, esta abrupta baja en los costos laborales permitió incrementar sensiblemente el excedente de explotación con lo cual las empresas pudieron autofinanciarse en un contexto de lenta recomposición del acceso al crédito y sostener los niveles crecientes de inversión durante el período.

Entre 2004 y 2006, la fuerte recuperación del empleo por el mayor nivel de actividad, empujado primero por aumento de las exportaciones netas y luego por la demanda interna, alentó una mejora de la masa salarial que alcanzó una participación de 41,3% en 2006.

La otra variable relevante en el análisis de la distribución del ingreso es la informalidad que afecta a la participación de los asalariados por dos canales: los informales tienen una menor retribución que los registrados y no contribuyen a la seguridad social. En consecuencia, cabría esperar que mayor informalidad se asocie con menor participación de los asalariados en la distribución del ingreso. Sin embargo, el Gráfico IV muestra que el problema de la informalidad tuvo un carácter más estructural, creciendo durante casi todo nuestro período muestral, con una disminución recién en los dos últimos años. En un marco de creciente informalidad, la distribución del ingreso, en cambio, tuvo distintos ciclos de mejoras y deterioros.

Esto sugiere que hasta el momento la evolución del nivel de ocupación y del salario real de los ocupados jugó un papel más importante en la mejora de la participación de los trabajadores. Mirando hacia delante la mejora tendría como motor básico las ganancias de productividad y por ende las posibilidades de mayor salario real asociados al proceso de formalización del empleo, aunque ésta última se irá reduciendo más lentamente.

### Una mejora en la distribución del ingreso requiere crecimiento de salarios reales y reducción de la informalidad

En los siguientes Cuadros presentamos dos escenarios alternativos, con una misma trayectoria para el empleo, pero que difieren en la evolución esperada en los niveles de informalidad laboral y de crecimiento de los salarios, con un horizonte que alcanza al año 2010.

Cuadro 1.

**Distribución funcional del Ingreso millones de pesos a precios corrientes**

Período	Remuneración al asalariado	Ingreso Bruto Mixto	Escenario Conservador			
			Excedente Bruto de Explotación	Valor Agregado Bruto a p.b.	Impuestos s/ productos	PIB p.m.
2006 (p)	225488,4	73952,8	246069,0	545510,2	108928,8	654439,0
Part %	41,3%	13,6%	45,1%	83,4%	16,6%	100,0%
2007 (est)	278619,9	91190,6	300740,1	670550,6	141521,7	812072,4
Part %	41,6%	13,6%	44,8%	82,6%	17,4%	100,0%
2010 (est)	509473,2	166422,3	623499,5	1299395,0	274241,3	1573636,3
Part %	39,2%	12,8%	48,0%	82,6%	17,4%	100,0%

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés.-

En el Escenario Conservador, la tasa de informalidad mantiene el nivel logrado en el año 2007, es decir se detiene el proceso de lenta formalización de los trabajadores, al tiempo que las remuneraciones mantienen su poder adquisitivo sin ganancias por productividad.

Como puede observarse la participación de los asalariados vuelve a reducirse ubicándose hacia el 2010 en el 39,2% del VAB. Nótese que mantenemos la presión impositiva al mismo nivel que en 2007.

Alternativamente, en un Escenario Optimista donde los niveles de informalidad laboral se siguen reduciendo a un ritmo similar al de los últimos años, en tanto que los salarios reales se incrementan por la productividad media, que asimilamos al PIB/Ocupado, la participación de los asalariados en el VAB mejora llegando a ubicarse en el 42,7%, todavía por debajo del nivel inicial de la serie correspondiente a 1993 y a un nivel similar al correspondiente al 2007.

**La desigualdad en la distribución personal del ingreso también es elevada**

Las medidas de la distribución personal de los ingresos intentan cuantificar el grado de equidad en la distribución, independientemente del lugar que ocupan los individuos en el proceso productivo.

Habitualmente, se utiliza como indicador el Coeficiente de Concentración de Gini que mide la superficie entre la línea de equidad perfecta - donde a cada porcentaje de la población le corresponde igual porcentaje del ingreso - y la distribución empírica del ingreso en un determinado momento del tiempo (Curva de Lorenz<sup>1</sup>).

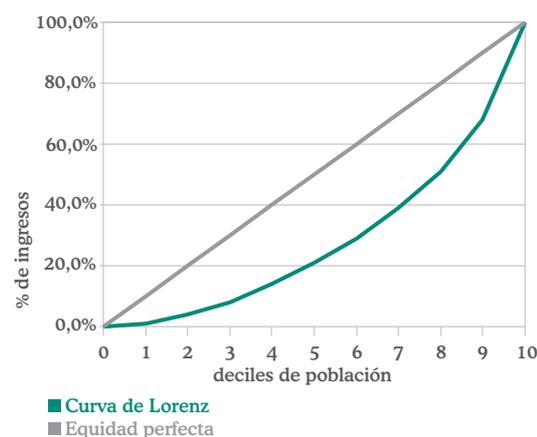
Cuanto más se acerque la distribución en determinado momento del tiempo a la línea de equidad perfecta, mayor será grado de igualdad entre los ingresos de los distintos grupos en que se divide la población y menor será el valor del coeficiente Gini. Inversamente, cuanto más alejado nos encontremos más desiguales serán los haberes y mayor será el valor del mismo. Por ejemplo, como puede verse en el gráfico V, en 2006, la mitad de la población del Gran Buenos Aires acumulaba sólo el 20% del total de ingresos, mientras que los dos deciles más altos se apropiaban de casi el 50%.

En el período bajo análisis<sup>2</sup>, el Coeficiente de Gini (Gráfico VI) muestra un comportamiento menos cíclico que la distribución funcional del ingreso ya que en líneas generales tuvo una tendencia creciente hasta 2002. El sostenido crecimiento en los niveles de desigualdad de ingresos, que logra su máximo con la crisis del año 2002, puede explicarse porque la mejora observada en los niveles de empleo durante algunos períodos se produjo vía un incremento en la participación de los trabajadores informales de menor remuneración relativa. Por ejemplo, para el año 2006, los ingresos de los informales representaban alrededor de una cuarta parte de los salarios de los registrados.

<sup>1</sup> La curva de Lorenz refleja el porcentaje de ingresos acumulados (% Yi) correspondientes a un determinado porcentaje acumulado de población (% Pi), ordenando el ingreso en forma ascendente.

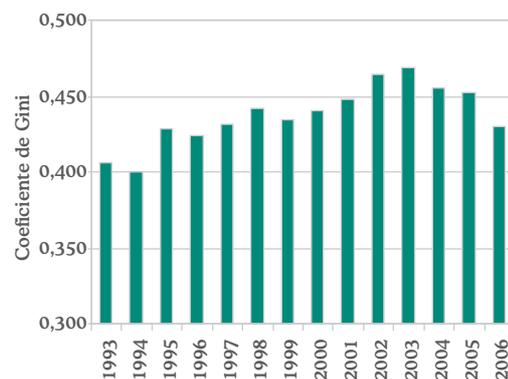
<sup>2</sup> La información utilizada corresponde al aglomerado Gran Buenos Aires y se refiere al promedio simple anual del Ingreso Medio de la Ocupación Principal de los integrantes de los hogares relevados por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) elaborada por el Indec.

Gráfico 5.

**Curva de Lorenz y Equidad Perfecta - Año 2006 Aglomerado Gran Buenos Aires**

Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC y elaboración propia

Gráfico 6.

**Coeficiente de Gini**

Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC y elaboración propia

# Relación comercial entre Argentina y China: Una mirada desde las ventajas comparativas<sup>1</sup>

**Resumen Ejecutivo:** China ha aumentado notablemente su peso relativo en el comercio exterior argentino en los últimos años. Analizando el período 1995-2006, en base a la clasificación de secciones y capítulos del Sistema Armonizado de Naciones Unidas, concluimos que el patrón de comercio se comporta según el principio de las ventajas comparativas, en el sentido de que Argentina presenta ventajas más vinculadas con actividades primarias mientras que China en productos manufacturados de mediana y alta tecnología, o bien intensivos en el uso del factor mano de obra. En los próximos años la relación comercial debería continuar creciendo ya que, además de basarse en productos donde los dos países tienen ventajas comparativas, proyectamos que Argentina y China sigan creciendo por encima del promedio mundial.

En los últimos diez años, la relación comercial entre Argentina y China se ha incrementado, convirtiéndose China en uno de los principales socios comerciales de Argentina. Basta sólo con observar el crecimiento de la participación de las exportaciones a China en el total de las exportaciones, representando 1,4% en 1995 y alcanzando 7,5% en el 2006 (lo mismo sucede con el caso de la participación de las importaciones desde China en el total importado representando 3% en 1995 y 9,1% en el 2006). Si bien la relación comercial se ha expandido, el desempeño de la balanza comercial transitó por dos etapas pasando de déficit a superávit, como se puede ver en el Cuadro 1 y Gráfico 1:

Cuadro 1 .

## Balanza Comercial bilateral Argentina-China, período 1995-2006 (en millones de dólares)

Años	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Balanza Comercial</b>	<b>-322</b>	<b>-90</b>	<b>-135</b>	<b>-486</b>	<b>-484</b>	<b>-361</b>	<b>56</b>	<b>763</b>	<b>1763</b>	<b>1226</b>	<b>956</b>	<b>351</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

Con el objetivo de analizar los flujos comerciales entre ambos países y al mismo tiempo estudiar el patrón de especialización en el comercio exterior construimos dos criterios (o índices).

El **Primer Criterio**,  $CR_1$ , se define como:

$$CR_1 = \sum [(X_{ij} - M_{ij}) / (X_{ij} + M_{ij})] \cdot 100$$

$X_{ij}$ : exportaciones de la sección o capítulo i con destino al país j.

$M_{ij}$ : importaciones de la sección o capítulo i con origen del país j.

Cuando  $CR_1$  es mayor (menor) a cero el país se encuentra en una posición superavitaria (deficitaria) frente al socio comercial. Para que el intercambio sea equilibrado y sostenido, lo ideal es que  $CR_1$  se aproxime a cero a largo plazo.

Gráfico 1.

## Aplicación del Criterio 1 a las Exportaciones e Importaciones Totales Argentina China para el período 1995-2006



■ Criterio 1

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

La aplicación del Criterio 1 a las exportaciones e importaciones totales (Gráfico 1) muestra que en la década de los noventa el comercio bilateral fue favorable para China mientras que en los años siguientes, este resultado se revirtió. Es posible que Argentina pasara a tener superávit por dos razones: la fuerte recesión del año 2002 que deprimió las importaciones y más recientemente el fuerte aumento del precio de los materias primas agrícolas. En consecuencia, aún cuando no se dispone de la información de un índice de precios del intercambio comercial entre Argentina y China, es posible que Argentina esté experimentando un déficit en la balanza comercial con China (a precios constantes).

El **Segundo Criterio**, que lo denotamos como  $CR_2$ , distingue si el país es exportador o importador neto.

Para el caso en que el país es exportador neto:

$$CR_2 = X_i / X_{i-} \cdot 100$$

Y para el caso en que el país es importador neto:

$$CR_2 = M_i / M_{i-} \cdot 100$$

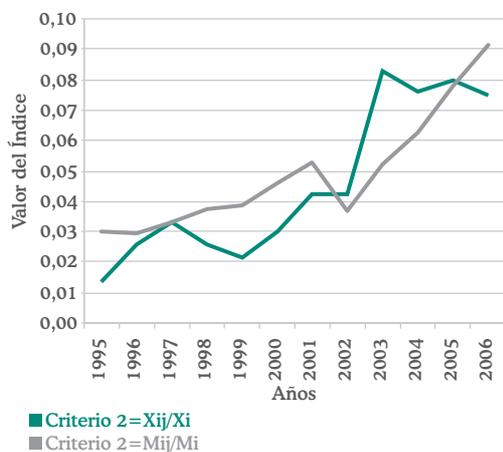
$X_i$ : exportaciones totales de la sección o capítulo i.

$M_i$ : importaciones totales de la sección o capítulo i.

Lo que buscamos con el Criterio 2 es analizar si el comercio con un socio comercial es creciente o expansivo en el tiempo.

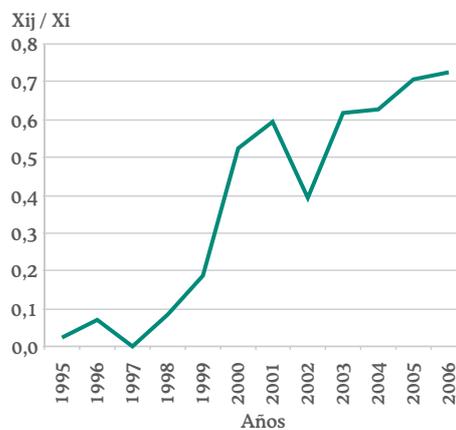
El Criterio 2 aplicado tanto para las exportaciones como para las importaciones totales, es decir en cualquiera de sus variantes, muestra un fuerte y sostenido crecimiento para el período bajo análisis. En otras palabras, las exportaciones e importaciones totales de la relación comercial Argentina-China han ido aumentando sustancialmente en el tiempo (Gráfico 2).

**Gráfico 2.**  
**Aplicación del Criterio 2 en sus dos variantes a las Exportaciones e Importaciones Totales Argentina China para el período 1995-2006**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

**Gráfico 3.**  
**Evolución de las Exportaciones a China de “Semillas y frutos oleaginosos; semillas y frutos diversos”, 1995-2006**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Sin embargo, la explicación de la dinámica creciente de las exportaciones es diferente a la de las importaciones. Por el lado de las exportaciones, el rubro “Semillas y frutos oleaginosos”, además de representar el 40% del total exportado hacia China, es el que domina la dinámica creciente (Gráfico 3).

En cambio, por el lado de las importaciones la dinámica creciente está explicada principalmente por máquinas y aparatos mecánicos, eléctricos, de grabación y/o reproducción de sonidos e imágenes y sus partes; aparatos de grabación o de reproducción de sonido e imágenes y sus partes, y en menor medida por los productos químicos orgánicos. Así, las importaciones se encuentran más diversificadas que las exportaciones (en efecto, tres productos siguen explicando más de dos tercios del total de exportaciones hacia China).

Por lo tanto, concluimos que el patrón de comercio se comporta según el principio de las ventajas comparativas, en el sentido de que Argentina presenta ventajas más vinculadas con actividades

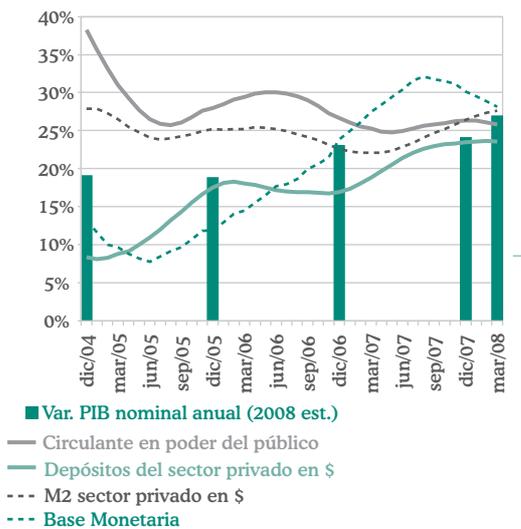
primarias mientras que China en productos manufacturados de mediana y alta tecnología, o bien intensivos en el uso del factor mano de obra.

En los próximos años la relación comercial debería continuar creciendo ya que, además de basarse en productos donde los dos países tienen ventajas comparativas, proyectamos que Argentina y China sigan creciendo por encima del promedio mundial.

1 Este documento se basa en el Documento de Trabajo “Relación comercial entre Argentina y principales países emergentes: Resultado preliminar Argentina-China”, Observatorio Económico BBVA, Abril del 2008.

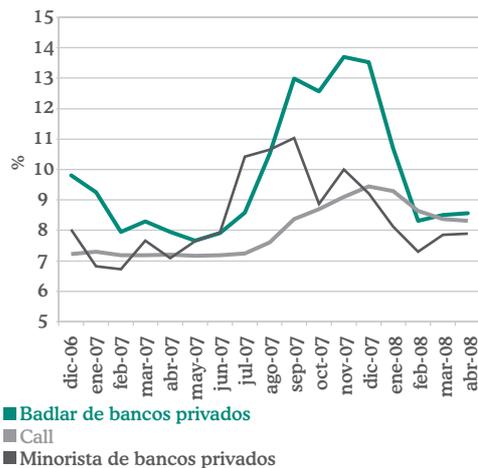
**Pablo Gonzalez Ginestet**  
 pablo.ginestet@bancofrances.com.ar

Gráfico 1. Crecimiento agregados monetarios en relación al PIB  
variación interanual promedios móviles 12 meses



Fuente: BBVA en base a información del BCRA y Mecon

Gráfico 2. Tasas de interés en pesos



Fuente: BBVA en base a información del BCRA

Cuadro 1. Préstamos al sector privado  
variación interanual

	Préstamos en pesos			Préstamos en dólares
	Empresas	Individuos	Total	
dic-06	33%	44%	38%	63%
dic-07	29%	52%	40%	45%
ene-08	33%	52%	42%	45%
feb-08	32%	51%	42%	44%
mar-08	31%	50%	41%	38%
Abr-08 1/	30%	49%	40%	35%

1/ Promedio hasta el día 11.  
Fuente: BBVA en base a información del BCRA.

### 3. Política monetaria y cambiaria

#### Pocos cambios en la política monetaria del Banco Central

Durante los primeros meses del año no ha habido cambios en el rumbo de la política que lleva a cabo el Banco Central puesto que ha seguido centrada en sostener el nivel del tipo de cambio nominal, acumular reservas internacionales y cumplir con sus metas monetarias.

El tipo de cambio nominal no ha tenido muchas fluctuaciones. Las reservas internacionales, por su parte, crecieron (hasta el 14 de abril) U\$S 4.215 millones por las compras realizadas al sector privado en el mercado y por las operaciones del sector público (el Banco Nación participó en esta acumulación de reservas comprando en el mercado unos U\$S 1.500 millones). Finalmente, el agregado M2 creció ligeramente por debajo de la meta base del programa monetario del 1er trimestre.

#### No esperamos cambios a futuro

En las actuales circunstancias – y bajo la hipótesis de que los precios de las materias primas sigan elevados y que acabe conflicto actual con el sector agropecuario - debería proseguir la acumulación de reservas del sector externo. En consecuencia, la continuidad del superávit externo aseguraría que habrá un flujo de liquidez suficiente como para que el Banco Central mantenga su política monetaria actual donde los agregados monetarios siguen creciendo como el PIB nominal y las tasas de interés se mantienen bajos niveles.

#### Los agregados monetarios se estabilizaron como % del PIB nominal

En el gráfico 1, presentamos la evolución de las tasas de variación de 3 indicadores de la demanda de dinero del sector privado: el circulante en poder del público, el M2 privado y los depósitos totales en pesos del sector privado<sup>1</sup>. Se observa que desde el año pasado las tasas de crecimiento de estos agregados están estabilizándose y convergiendo a la tasa de crecimiento del PIB nominal, que proyectamos en un 27% en el corriente año.

En el mismo gráfico también presentamos, bajo la misma metodología, la evolución de la base monetaria. La misma ha sido permanentemente creciente, sólo en agosto del 2007 presenta un punto de inflexión y comienza a disminuir, debido a que el sector privado aumentó preventivamente su demanda de dólares por la crisis “subprime” y las elecciones presidenciales de octubre pasado.

#### La tasa Badlar no sube por la situación de holgada liquidez

En enero de este año la tasa de interés Badlar de bancos privados mostró un brusco descenso para luego estabilizarse a partir del mes de febrero en un 8,5%, una baja de 500 BP con respecto al nivel que había llegado en promedio en diciembre de 2007. La estacionalidad que mostró la tasa Badlar fue aún más fuerte que durante la primer parte del año anterior porque al exceso de liquidez propio de ese período del año, se sumó la tendencia bajista de la tasa de interés internacional. El diferencial con la tasa minorista también se redujo a mínimos poniendo más en evidencia la segmentación que hay entre los mercados minorista y mayorista, como se advierte en el gráfico 2.

Si continúa el excedente de divisas del sector externo y la demanda privada es moderada, se refuerza la idea de que la situación de liquidez perdurará. Dado un escenario en que la tasa de interés internacional no sube, nuestros modelos indican que podemos esperar que la tasa Badlar no llegue a superar un nivel del 11% este año. Sin embargo, este nivel de tasas nominales de interés es muy inferior a la inflación esperada por el sector privado y podría seguir incentivando una mayor demanda de bienes y presionando sobre la brecha de producto ya fuertemente positiva.

#### Los préstamos ralentizarán su alta tasa de crecimiento

Los préstamos al sector privado han estado evolucionando a tasas que duplican las de los depósitos aunque en el margen se detecta un suave retroceso, particularmente en el segmento de individuos y préstamos en dólares, donde se puede ver más claramente. Estas últimas líneas son básicamente las relacionadas con el comercio exterior.

<sup>1</sup> Las medimos como variación interanual de los promedios móviles de 12 meses, a fin de suavizarlas y comparar con la magnitud de variación que muestra el PIB nominal.

## El BCRA mantiene estable el Tipo de Cambio Nominal

Como se viene observando hace unos años, más precisamente desde la salida de la Convertibilidad, ha habido una oferta excedente de divisas del sector privado en el mercado cambiario. Si bien en la Balanza Cambiaria (equivalente a la Balanza de Pagos pero en términos de Caja) son varias las cuentas que muestran entradas y salidas de dólares en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), el grueso de la entrada de dólares se debe al comercio exterior. De hecho en los últimos años el saldo comercial (caja) explica, en promedio, más del 70% del excedente privado.

Este ingreso de dólares generó una presión apreciadora de la moneda local, situación que el BCRA se encargó de controlar manteniendo el tipo de cambio nominal dentro de un rango estable y aceptable para las políticas del gobierno. Sin embargo, la mayor inflación de Argentina con respecto a sus socios comerciales produjo una caída del tipo de cambio real que necesita ajustarse a un nivel de equilibrio más bajo, como se explica a continuación.

De acuerdo a nuestras previsiones, el excedente cambiario para el 2008 será mayor al observado durante el 2007, sustentado precisamente por el importante resultado comercial en un contexto de precios de commodities altos como el que estamos viviendo.

Sin embargo, no esperamos que el Tipo de Cambio Nominal sufra una significativa apreciación este año, precisamente por la intervención del BCRA. Para fin de 2008, prevemos que el Tipo de Cambio Nominal cotice a 3,23 pesos por dólar.

Un cambio en el actual escenario que implique mayores niveles de riesgo país o caídas en los precios de los commodities, situación que no estimamos tenga lugar en el corto plazo, generaría presiones sobre el peso debilitándolo. Sin embargo, el BCRA tiene un monto suficiente de Reservas (US\$ 50.200 millones) para intervenir y mantenerlo bajo control si se materializan estos factores de riesgo.

### Argentina pierde competitividad contra EE.UU.

Tras el overshooting registrado al salir de la Convertibilidad, el Tipo de Cambio Real, tanto el Bilateral con Estados Unidos (en adelante TCR) como el Multilateral -que tiene en cuenta a los principales socios comerciales de Argentina- (en adelante ITCER) han iniciado un proceso de apreciación, mucho más marcada en el caso del Bilateral<sup>2</sup>.

La divergencia entre las dos mediciones se origina en que, si consideramos el conjunto de países que ponderan en el Tipo de Cambio Real Multilateral de la *tabla 1*, las divisas de dos socios importantes como Europa (UEM) y Brasil, que conjuntamente ponderan más del 50% en dicho índice, han venido apreciándose fuertemente en los últimos años, con lo cual la competitividad de Argentina ha sufrido un deterioro menor. Según este indicador, el peso argentino aún sigue siendo muy competitivo en relación a sus principales socios comerciales.

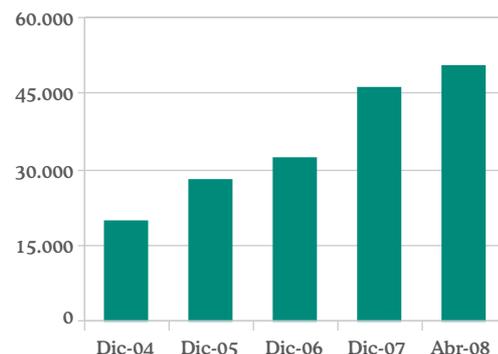
De hecho, tras mantenerse relativamente estable a lo largo del 2007 el ITCER mostró una significativa depreciación del orden del 3% durante el primer trimestre de 2008. Tal comportamiento se debió fundamentalmente a la debilidad del dólar frente al resto de las monedas, principalmente el euro, mientras que Argentina mantuvo su paridad relativamente estable con respecto a la moneda estadounidense.

Sin embargo, para una determinada empresa que concentre sus operaciones de comercio exterior exclusivamente con Estados Unidos, el deterioro de competitividad es importante, como lo indica la trayectoria TCR.

En efecto, contrariamente a lo que ocurriera con el ITCER, durante el 2007 el TCR Bilateral se apreció en una magnitud del orden del 10%, principalmente debido a la mayor diferencial de inflación entre Argentina y Estados Unidos. Por la misma razón, el TCR continuó con igual tendencia durante el primer trimestre de 2008.

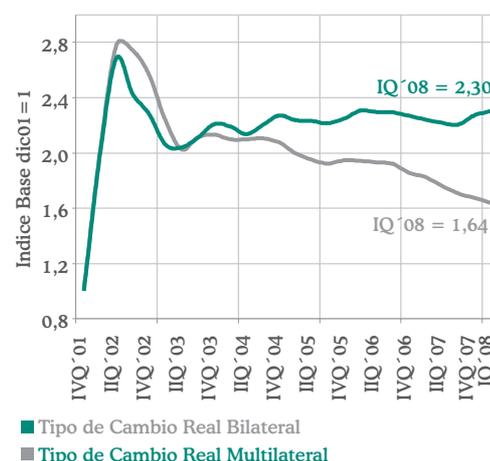
<sup>2</sup> Las variables nominales en este informe han sido deflactadas utilizando un índice de precios empalmado que tiene en cuenta el IPC GBA hasta diciembre de 2006 y a partir de enero de 2007 un promedio de los IPC de provincias (promedio simple de los IPC de San Luis, Mendoza y Santa Fe,

Gráfico 3.  
Reservas internacionales  
(mill. USD)



Fuente: BBVA en base a información del BCRA

Gráfico 4.  
Tipo de cambio real



Fuente: BBVA en base a información oficial de los distintos países

Tabla 1.

Bloque	Socios	Ponderador
América del Norte	USA	13,6%
	México	4,3%
	Brasil	32,6%
América del Sur	Chile	8,2%
	Uruguay	2,4%
	Paraguay	1,8%
Europa	UEM	22,6%
	Reino Unido	1,4%
Asia	Japón	2,2%
	China	10,8%
<b>Total ITCER</b>		<b>100,0%</b>

Fuente: Servicio de Estudios Económicos, BBVA Banco Frances

Tabla 2.

**I. Tipo de Cambio Real Bilateral**

<i>Modelos utilizados</i>	Actual (mar-08)	Ajuste pendiente a marzo de 2008	TCR de Equilibrio
1-Transables y No Transables (ajustado al año 2004)	1,63	-0,7%	1,64
2- PPA Pura (ajustado a diciembre de 2006)	1,63	22,3%	1,26
3- PPA ajustado por Productividad 1,56 (ajustado al promedio de 2006)		1,63	4,3%
Promedio de TCR de equilibrio según modelos			1,49

Fuente: SEE, BBVA Banco Frances

Tabla 3.

**II. Tipo de Cambio Real Multilateral**

<i>Modelos utilizados</i>	Actual (mar-08)	Ajuste pendiente a marzo de 2008	TCR de Equilibrio
1-Transables y No Transables (ajustado al año 2004)	2,33	13,9%	2,01
2- PPA Pura (ajustado a diciembre de 2006)	2,33	36,9%	1,47
3- PPA ajustado por Productividad (ajustado al promedio de 2006)	2,33	18,9%	1,89
Promedio de ITCER de equilibrio según modelos			1,79

Fuente: SEE, BBVA Banco Frances

**¿El tipo de cambio real podría seguir apreciándose?**

Los distintos modelos que hemos utilizado para aproximar el tipo de cambio de bilateral equilibrio<sup>3</sup> indican que, el Peso se seguiría apreciando por al diferencial de Argentina y Estados Unidos.

Si aplicáramos similares criterios para el Tipo de Cambio Real Multilateral, los tres modelos sugieren que aún resta un amplio margen para poder apreciar y con ello aproximarnos a un nivel de equilibrio, como puede verse en la Tabla 3.

Aunque algunos modelos indican, en particular para el TCR, que el valor real del peso está cerca del equilibrio, hay que tener en cuenta dos factores fundamentales que han evolucionado en forma distinta a la originalmente proyectada y que podrían dar lugar a un recorrido de apreciación mayor al estimado.

En primer lugar, la productividad relativa Argentina/EE.UU. ha crecido de forma considerable desde 2004 lo cual permitiría a Argentina mantener un tipo de cambio más apreciado, sin deteriorar la competitividad.

En segundo lugar, el fuerte aumento de los términos de intercambio que recientemente tuvo lugar en Argentina, más precisamente desde 2006, ha resultado en una fuerte acumulación de Activos Externos Netos, produciendo un "efecto riqueza" que, indudablemente, redundará en un tipo de cambio de equilibrio más apreciado.

Si bien los términos de intercambio no se pudieron incluir como variable explicativa en el modelo de Transables/No Transables, por carecer de significatividad estadística, a continuación aproximamos su potencial impacto sobre el TCR.

<sup>3</sup> Estos modelos no son compatibles en forma perfecta, más allá de las diferencias de períodos muestrales y frecuencia de las series, ya que los mismos no incluyen las mismas variables explicativas por lo cual a la hora de hacer supuestos sobre los valores de equilibrio de las variables futuras los diferentes modelos configuran diferentes economías. Ver: "Un Estudio Económico sobre el Tipo de Cambio de Argentina" publicado por nuestro Servicio de Estudios Económicos en Julio 2005

# Cómo influirían los Términos del Intercambio y las Retenciones sobre el Tipo de Cambio Real

## Resumen Ejecutivo

Mayor margen de apreciación del Peso considerando los favorables términos de intercambio a pesar de los efectos negativos de las retenciones.

La principal razón para mantener un Tipo de Cambio Real depreciado (por encima del nivel de equilibrio) es que el país se mantiene competitivo en materia de exportaciones, para que los ingresos de los exportadores, convertidos a moneda local, sean mayores.

Si tenemos en cuenta la evolución de los precios del comercio exterior argentino (Índice de Términos de Intercambio), podemos ver que entre 2004 y 2007, los precios de los productos exportados crecieron un 23,2%, mientras que el precio de las importaciones, en igual período, creció un 14,3%. Esto determinó que en los últimos tres años los Términos de Intercambio fueran muy favorables para Argentina creciendo un 7,8% (ver Cuadro 1).

Cuadro 1.

Año	PX	PM	ITI
2004	109,1	93,8	116,3
2005	111,1	97,5	113,9
2006	120,5	99,6	121,0
2007	134,4	107,2	125,4
2007 / 2004	23,2%	14,3%	7,8%

Ahora bien, aplicación de retenciones sobre las principales exportaciones agrícolas y energéticas argentinas tendría un efecto desfavorable sobre el ingreso de los exportadores.

De hecho, si calculamos la suba de las retenciones medias para el mismo período que calculamos el aumento de los precios de exportación (2004-2007) se tiene que éstas han aumentado un 1,6%, con lo cual se anularía parte del efecto favorable que tuvo la suba de los precios de los commodities.

El verdadero "efecto precio" para los exportadores vendría dado por el cambio en los precios de exportación menos el aumento en las retenciones medias dividido por el cambio en los precios de las importaciones:

$$ITI \text{ ajustado} = \frac{(1 + \hat{P}_x) \times (1 - \hat{R}_m)}{(1 + \hat{P}_m)}$$

De la fórmula anterior surge que el aumento del ITI ajustado alcanza a 6,1%, que deberíamos adicionarle al resultado obtenido por el modelo de Transables/No transables. De modo que en lugar de un nivel de equilibrio de 1,64, deberíamos estar viendo un equilibrio en un valor cercano a 1,54, con lo cual aumentaría margen de apreciación.

## Riesgos que podrían atentar contra una apreciación real del Tipo de Cambio

En resumen, calificando los resultados obtenidos por los modelos por la mejora de la productividad y de los términos de intercambio y teniendo en cuenta la apreciación de las monedas de la mayoría de los socios comerciales de Argentina, resulta claro que el tipo de cambio real podría seguir cayendo moderadamente para alcanzar su nivel de equilibrio.

No se pueden ignorar las presiones para aumentar el ritmo de aumento de la devaluación nominal, argumentando que Argentina está perdiendo competitividad.

En primer lugar, las presiones por parte de sectores de producción para indexar el tipo de cambio y con ello recomponer sus ingresos frente a los aumentos en costos salariales y energéticos que se han venido dando.

Por otra parte, una caída en el precio de las materias primas podría afectar el nivel de tipo de cambio real por dos frentes. En primer lugar disminuyendo el superávit comercial argentino (por caída de los precios de las exportaciones). Así, un menor superávit comercial implicaría menos ingresos de divisas al país y por lo tanto menor presión para apreciar el tipo de cambio. En segundo lugar, la baja en los precios de las materias primas también podría reducir el superávit de nuestros socios comerciales de LATAM, lo cual llevaría a la depreciación de sus respectivas monedas. Esto originaría una mayor necesidad de devaluación del peso argentino para mantener la competitividad relativa frente a sus principales socios.

Sin embargo, un escenario de fuerte caída en los precios de las materias primas commodities no es previsible a corto plazo (ver Sección Comercio Exterior), manteniéndose elevado en términos históricos.

Finalmente, situaciones como la que tuvo lugar con el paro agropecuario aumentan la conflictividad política y ello deriva en mayor riesgo país y menor demanda por activos financieros denominados en moneda local. La mayor demanda de activos externos por parte de los argentinos tendería a reducir la acumulación de reservas, deteniendo la esperada trayectoria apreciadora del Tipo de Cambio Real.

**Adriana Haring**

aharing@bancofrances.com.ar

## 4. Sistema Financiero. La estructura patrimonial del sistema financiero y posibilidades de expansión de los préstamos

1. El presente trabajo se propone analizar brevemente algunos rasgos de la evolución de la estructura patrimonial de las entidades financieras en el curso de esta década y explorar si pueden darse las condiciones para que los préstamos al sector privado sigan creciendo a semejantes tasas.

### 2. Datos y fuente de la información

La información presentada surge de la publicación "Informe mensual del bancos" del BCRA. En los cuadros 1, 2 y 3 presentamos los saldos de las principales partidas del balance para las fechas seleccionadas: fin de los años 2000, 2002 y 2007. Cada fecha marca un período significativo, el año 2000 la situación del sistema previo a la crisis, el año 2002 cómo quedó el sistema inmediatamente después de los ajustes y la situación a diciembre último. Los datos de "Bancos Públicos y Entidades no financieras", obtenidos como diferencia, representan esencialmente al primer grupo ya que las entidades no financieras representan menos del 2% de los activos del total agregado del sistema financiero.

### 3. Transformación radical de la estructura de activos y pasivos tras la crisis

La crisis que atravesó la economía argentina durante los años 2001/2002 produjo una transformación radical en la estructura de activos y pasivos de las entidades integrantes del sistema financiero como consecuencia de la devaluación del peso, las restricciones al retiro de depósitos y la pesificación compulsiva de la mayoría de los activos y pasivos dolarizados.

La exposición al sector público de los balances de las entidades tuvo un fuerte aumento debido tanto a las reestructuraciones de la deuda pública anterior a la crisis (títulos públicos nacionales y préstamos a provincias fueron canjeados por préstamos y bonos garantizados) como debido a las compensaciones recibidas del Estado, principalmente a consecuencia de la llamada "pesificación asimétrica". Más tarde, por requerimientos de la política monetaria, el Banco Central comenzó a emitir deuda que también en muchos casos pasó a representar una porción importante del balance de las entidades.

En cuanto a la participación del crédito al sector privado, sufrió un severo ajuste durante el año 2002, luego de la lenta recomposición que había comenzado en la primera mitad de los años 90. Sólo en el año 2004 el stock de préstamos al sector privado comenzó a mostrar una evolución positiva hasta alcanzar un aumento anual de casi el 40% durante el año 2007. Sin embargo, será más difícil sostener esas tasas a mediano plazo, sólo posibles por el mínimo nivel al que había llegado dicho agregado.

Por otro lado, la evolución de la estructura de balance ha sido distinta para distinto grupo de entidades durante el curso de estos últimos años, en particular, los dos grandes grupos, bancos privados y bancos públicos. La acumulación de superávits fiscales durante algunos años tanto a nivel nacional como provincial provocó un aumento de la participación de los depósitos del sector oficial, un hecho inédito en comparación con lo ocurrido en las últimas décadas. Gran parte de estos fondos han tendido a aplicarse en activos líquidos como Lebac y Nobac.

### 4. Evolución más reciente y perspectivas

Entre el 2003 y el 2007 los depósitos del sector privado crecieron a un ritmo promedio del 21% anual. Los depósitos del sector público lo hicieron a un ritmo más alto del 42%, debido a que parte del superávit fiscal se acumuló en cuentas de la banca oficial, sin

embargo, se observa una notable desaceleración durante el último año. Actualmente los depósitos del sector público representan un 24% del total.

La exposición al sector público (considerando préstamos garantizados y títulos públicos) del sistema financiero alcanzó al 14,6% del total de activos a fin del 2007, más baja que en el 2000. Los bancos privados presentaron un ratio de 16,4% a esa fecha frente a 13,2% en el 2000. Si bien la normativa sobre la contabilización de estos activos se ha ido modificando, la baja se produjo tanto por amortizaciones de deuda como por venta de cartera. Parte de esa caída se compensó con aplicaciones en Lebac y Nobac, esencialmente en el caso de la banca pública.

En el mismo período hubo una cancelación neta de otras fuentes de fondeo como líneas del exterior y obligaciones negociables. Estos rubros recibieron el impacto de la devaluación del peso y en muchos casos fue deuda que debió ser renegociada. A pesar de ello, se ha reanimado últimamente el mercado de deuda corporativa y ha habido algunas nuevas emisiones del sector financiero entre 2006 y 2007.

Un punto a destacar es que el sistema financiero ha sido capaz de cancelar prácticamente la totalidad de los redescuentos recibidos del Banco Central durante la crisis de liquidez del 2001/2002. Con respecto a la liquidez, en los últimos dos años ha aumentado en línea con el crecimiento de los depósitos y de las modificaciones en las exigencias de efectivo mínimo.

### 5. Sostener fuertes tasas de crecimiento de los préstamos a futuro depende de que haya mayor monetización

Los bancos privados son los oferentes más importantes de crédito ya que concentran más del 70% del total. Actualmente representan el 47% del total del activo de este grupo, una proporción más alta que la del año 2000. Si los préstamos volvieran a crecer un 40% en el año 2008 sería necesario encontrar fondeo por unos \$46.000 millones lo cual exige tasas de crecimiento de los depósitos sustancialmente mayores al crecimiento del PIB nominal. A ese ritmo promedio han venido creciendo los depósitos en los últimos años y parece poco probable que aumente dada el actual contexto de mayor incertidumbre a nivel doméstico e internacional. La estrategia de los bancos privados de seguir bajando riesgo público tiene sus límites a mediano plazo, en parte porque el escenario de necesidades financieras de Argentina es más complicado. La otra posibilidad es activar la emisión de deuda bajo la forma de obligaciones negociables y aumentar las líneas de crédito del exterior, con la ventaja que no son fondos de muy corto plazo como los depósitos.

En este punto, es interesante mencionar que, por diversas causas, la demanda de dinero efectivo por parte del público es relativamente muy elevada. Los \$65.000 millones de circulación monetaria en manos del público representan un 25% del M3 total, un coeficiente que supera en unos 10 al del año 2000. Cualquier medida que fomente una mayor bancarización del público contribuiría a generar aumento de los depósitos y la capacidad prestable.

No nos sorprendería que persistiera esa situación ya que de aquí en más (creo que no se entiende) el crecimiento de los préstamos debería estar más acotado a cómo evolucionan las fuentes de fondeo de los bancos privados, en particular los depósitos y la baja en la exposición al sector público, como explicamos en el capítulo 4. De todas formas creemos que el crecimiento de los préstamos al sector privado continuará siendo muy importante con tasas de aumento entre el 30% al 35% este año.

**Cuadro 1:**

Total Sistema Financiero	saldos en millones de \$			var. año anterior	
	dic-00	dic-02	dic-07	2002	2007
Activos líquidos (incluye pases)	20.278	17.138	50.730	32%	22%
Riesgo Público (PG + títulos públicos)	25.638	72.927	43.467	176%	-23%
Lebac y Nobac	0	2.828	31.619	—	24%
Préstamos al sector priv y fciero	68.113	40.455	115.394	-26%	39%
Otros Activos	49.521	54.184	56.791	82%	8%
<b>Activo total</b>	<b>163.550</b>	<b>187.532</b>	<b>298.001</b>	<b>52%</b>	<b>15%</b>
Depósitos	86.506	75.001	205.550	13%	20%
Líneas exterior	8.813	25.199	3.864	218%	-9%
Redescuentos	102	27.837	2.362	523%	-69%
ON y Oblig. Subordinadas	7.209	12.808	8.610	112%	4%
Otros Pasivos	43.637	20.601	40.749	-8%	17%
<b>Pasivo total</b>	<b>146.267</b>	<b>161.446</b>	<b>261.135</b>	<b>51%</b>	<b>16%</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>17.283</b>	<b>26.086</b>	<b>36.866</b>	<b>58%</b>	<b>12%</b>
Riesgo Público / Activo	15,7%	38,9%	14,6%		
Riesgo Público+Lebac y Nobac / Activo	15,7%	40,4%	25,2%		
Préstamos al sector privado / Activo	41,6%	21,6%	38,7%		
Depósitos / Pasivo+PN	52,9%	40,0%	69,0%		

Fuente: BBVA en base a información del BCRA.

**Cuadro 2:**

Bancos Privados	saldos en millones de \$			var. año anterior	
	dic-00	dic-02	dic-07	2002	2007
Activos líquidos (incluye pases)	13.920	11.044	31.448	4%	31%
Riesgo Público (PG + títulos públicos)	15.755	43.923	13.210	185%	-39%
Lebac y Nobac	0	884	15.651	—	10%
Préstamos al sector priv y fciero	47.863	26.718	82.486	-31%	39%
Otros Activos	41.833	36.337	32.725	104%	-2%
<b>Activo total</b>	<b>119.371</b>	<b>118.906</b>	<b>175.520</b>	<b>44%</b>	<b>15%</b>
Depósitos	57.833	44.445	116.719	-1%	24%
Líneas exterior	5.491	15.434	1.833	232%	-18%
Redescuentos	83	16.624	675	846%	-82%
ON y Oblig. Subordinadas	6.607	12.695	8.354	135%	4%
Otros Pasivos	5.491	15.434	1.833	232%	-18%
<b>Pasivo total</b>	<b>107.193</b>	<b>103.079</b>	<b>152.135</b>	<b>46%</b>	<b>16%</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>12.178</b>	<b>15.827</b>	<b>23.385</b>	<b>37%</b>	<b>12%</b>
Riesgo Público / Activo	13,2%	36,9%	7,5%		
Riesgo Público+Lebac y Nobac / Activo	13,2%	37,7%	16,4%		
Préstamos al sector privado / Activo	40,1%	22,5%	47,0%		
Depósitos / Pasivo+PN	48,4%	37,4%	66,5%		

Fuente: BBVA en base a información del BCRA.

**Cuadro 3:**

Bancos Públicos y Entidades no bancarias	saldos en millones de \$			var. año anterior	
	dic-00	dic-02	dic-07	2002	2007
Activos líquidos (incluye pases)	6.358	6.094	19.282	151%	10%
Riesgo Público (PG + títulos públicos)	9.883	29.004	30.257	165%	-12%
Lebac y Nobac	0	1.944	15.968	—	41%
Préstamos al sector priv y fciero	20.250	13.737	32.908	-15%	40%
Otros Activos	7.688	17.847	24.066	50%	23%
<b>Activo total</b>	<b>44.179</b>	<b>68.626</b>	<b>122.481</b>	<b>66%</b>	<b>15%</b>
Depósitos	28.673	30.556	88.831	41%	16%
Líneas exterior	3.322	9.765	2.031	197%	2%
Redescuentos	19	11.213	1.687	313%	-58%
ON y Oblig. Subordinadas	602	113	256	-82%	35%
Otros Pasivos	38.146	5.167	38.916	-71%	20%
<b>Pasivo total</b>	<b>39.074</b>	<b>58.367</b>	<b>109.000</b>	<b>60%</b>	<b>16%</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>5.105</b>	<b>10.259</b>	<b>13.481</b>	<b>107%</b>	<b>12%</b>
Riesgo Público / Activo	22,4%	42,3%	24,7%		
Riesgo Público+Lebac y Nobac / Activo	22,4%	45,1%	37,7%		
Préstamos al sector privado / Activo	45,8%	20,0%	26,9%		
Depósitos / Pasivo+PN	64,9%	44,5%	72,5%		

Fuente: BBVA en base a información del BCRA.

## Argentina

Indicadores económicos básicos	2006	2007	2008(e)	2009(e)
<b>Actividad, promedio</b>				
PBI Nominal (\$, millones)	654.439	812.072	1.031.112	1.287.841
PBI Nominal (USD millones)	211.601	258.758	320.981	381.342
PBI Real (variación %)	8,5%	8,7%	7,5%	5,3%
<b>Precios, fin de periodo</b>				
IPC (Var.% prom)	9,8%	8,5%	11,0%	10,0%
<b>Sector Público</b>				
Superávit/Déficit Fiscal (%PIB)	1,8%	1,2%	2,1%	2,2%
Deuda pública total (%PIB)	64,6%	17,8%	n.d.	n.d.
Deuda pública externa (%PIB)	26,6%	23,2%	n.d.	n.d.
<b>Sector Externo</b>				
Exportaciones (USD millones)	46.456	55.780	73.950	76.600
Importaciones (USD millones)	34.151	44.708	60.150	70.900
Balance Comercial (USD millones)	12.306	11.072	13.800	5.700
Saldo Cuenta Corriente (% pib)	3,8%	2,8%	2,6%	-0,1%
Tipo de cambio nominal de Referencia BCRA (\$/USD, fin periodo)	3,06	3,14	3,23	3,47
Deuda externa total en % del PIB	51,4%	47,6%	n.d.	n.d.
Reservas internacionales (USD millones)	32.037	46.176	60.580	69.877
<b>Sector Financiero</b>				
Tasa de interés deposito Bancos privados prom 30-44 días (fin de año)	8,9%	12,2%	10,7%	12,7%
Crecimiento de la cartera Privada del Sector Financiero (nominal)	41,3%	40,4%	29,7%	27,4%
Crecimiento de los depósitos totales del sector privado (nominal)	22,5%	24,8%	22,6%	24,9%
Cartera del Sector Privado nominal (\$, miles de millones)	74.278	104.266	135.202	172.231
Depósitos totales del sector privado nominal (\$, miles de millones)	120.739	150.705	184.733	230.728
<b>Indicadores Laborales</b>				
Empleo total, tasa de variación interanual	3,7%	2,5%	2,0%	2,0%
Tasa de Paro (% Población Activa)	10,2%	8,5%	7,8%	7,0%

## Contexto Internacional

Materias Primas							
	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Brent	72,6	99,00	81,40	Oro		875,0	900,0
Cobre USD/lb (fdp)	3,2	2,8	2,2	Soja USD/Ton	438,0	422,0	385,0
Cobre USD/lb (promedio)	3,2	3,4	2,6				

PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	2,9	2,2	1,0	1,6	2,5	4,1	2,8	2,7
UEM	2,9	2,6	1,5	1,1	1,9	3,1	2,2	1,9
Japón	2,4	2,0	1,3	1,7	0,2	0,0	0,7	0,5
China	11,1	11,4	10,1	10,4	1,5	4,8	5,7	4,5

América Latina								
Argentina	8,5	8,7	7,5	5,3	9,8	8,5	11,0	10,0
Brasil	3,7	5,4	4,6	4,3	3,1	4,5	4,5	4,5
Chile	4,0	5,1	4,3	3,9	2,6	7,8	4,9	3,6
Colombia	6,8	7,5	5,0	4,6	4,5	5,7	5,4	4,5
México	4,8	3,2	2,3	2,6	4,1	3,8	4,4	3,6
Perú	7,6	9,0	7,6	6,4	1,1	3,9	4,3	3,0
Venezuela	10,3	8,4	5,5	4,3	17,0	22,5	24,0	28,0
LATAM <sup>1</sup>	5,3	5,5	4,4	4,0	5,0	6,1	6,5	6,2
LATAM Ex-México	5,5	6,5	5,2	4,5	5,4	7,0	7,3	7,3

Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	-1,9	-1,2	-2,8	-2,6	-6,0	-5,2	-4,7	-4,9
UEM	-1,5	-0,8	-0,9	-0,8	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Japón					3,9	4,8	4,8	5,2
China								

América Latina								
Argentina <sup>2</sup>	1,8	1,2	2,1	2,2	3,8	2,8	2,6	-0,1
Brasil	-3,0	-2,2	-1,8	-2,0	1,6	0,6	-0,5	-1,0
Chile <sup>2</sup>	7,7	8,8	5,9	3,5	3,6	4,4	0,6	-1,1
Colombia	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-2,1	-3,4	-3,9	-2,6
México	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,8	-1,0	-2,6
Perú	2,1	2,9	2,2	0,8	2,9	1,4	-1,4	-2,4
Venezuela <sup>2</sup>	0,0	3,0	2,8	2,4	14,7	8,7	13,7	10,3
LATAM <sup>1</sup>	-0,6	-0,2	-0,1	-0,4	2,3	1,1	1,4	1,4
LATAM Ex-México	-0,9	-0,2	-0,2	-0,6	3,5	1,9	2,3	2,8

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

Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasa oficial (% , fin de período)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.					5,25	4,25	2,00	2,50
UEM (\$/€)	1,32	1,37	1,48	1,40	3,50	4,00	3,50	3,50
Japón (yenes/\$)	119,00	112,00	105,00	100,00	0,25	0,50	0,50	1,00
China (cny/\$)	7,47	7,47	7,88	8,01	7,30	6,73	6,60	6,30
América Latina								
Argentina	3,06	3,14	3,23	3,47	8,90	12,20	10,68	12,68
Brasil	2,15	1,78	1,70	1,75	13,25	11,25	12,75	11,50
Chile	527,58	499,00	465,00	513,60	5,25	6,00	6,25	4,25
Colombia	2261,34	2014,20	1925,20	2004,00	6,82	8,98	10,08	9,59
México	10,88	10,86	10,70	11,10	7,00	7,50	7,00	6,50
Perú	3,21	2,98	2,70	2,85	4,50	5,00	5,75	5,75
Venezuela	2150,00	2150,00	2,15	3,00	10,30	11,70	17,00	17,00



**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:**

José Luis Escrivá

**Economistas Jefes:**

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

España: Julián Cubero

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Europa: Miguel Jiménez

Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Juana Patricia Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Alejandro Puente

Análisis Transversal Asia: Ya-Lan Liu

China: Li-Gan Liu

Norteamérica: Jorge Sicilia

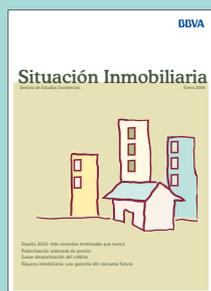
Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

**otras publicaciones**



El Lic. Ernesto Gaba, Economista Jefe del Servicio de Estudios Económicos y Director de la presente publicación cuya propiedad corresponde al BBVA Banco Francés S. A. con Registro de la Propiedad Intelectual Nro.: 579.259. Las opiniones vertidas son válidas a la fecha de su publicación quedando sujetas a modificación sin necesidad de preaviso alguno. Las mismas resultan orientadoras para el inversor, en el marco de los mercados de riesgo en los que opera el público, y en consecuencia, esta publicación no asume responsabilidad por el resultado de cualquier operación.