

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 4 / Nro. 15 - Segundo Semestre 2008



Transición hacia un nuevo ciclo más contractivo

Mayores riesgos en las cuentas públicas

La tasa de interés se volvería positiva en términos reales

Indice

Fecha edición: 17 de noviembre de 2008

Editorial	2
Resumen Ejecutivo	
1. Perspectiva Internacional	4
2. Entorno Macroeconómico	
Brusca desaceleración de la actividad económica en 2009	7
Marcadas diferencias en los índices de precios	8
Ceden las presiones inflacionarias “importadas”	8
Moderado aumento del desempleo y deterioro del salario real en 2009	8
Situación fiscal: el año próximo se enfrentarán los mayores riesgos	9
Desafíos de la refinanciación de la deuda pública en 2009	9
Importante caída de los términos de intercambio en 2009	10
El superávit en cuenta corriente erosionado por la caída de precios	10
3. Política Monetaria y Cambiaria	
La emisión de dinero y los agregados monetarios ralentizan su crecimiento	11
La flotación administrada en un contexto de mayor riesgo	11
Mayores presiones sobre el tipo de cambio a futuro	11
4. Sistema Financiero	
La tasa de interés mayorista se vuelve positiva en términos reales	12
Los depósitos y préstamos como porcentaje del PIB no volverían subir	12
Recuadro: Desfase de tarifas y subsidios al sector energético y transporte	13
Recuadro: El precio de la Soja se aleja de los máximos	15

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

En 2003/2008 la economía creció 9% promedio anual, muy por encima del crecimiento potencial de largo plazo del 3,3% anual, lo cual contribuyó al alza en la tasa de inflación. En este ciclo expansivo aumentó el empleo, el tipo de cambio real cayó y las tasas de interés fueron negativas en términos reales. También se produjo una recuperación de la intermediación financiera con aumento de los depósitos y préstamos en pesos.

Sin embargo, varios acontecimientos indican que el año 2008 es de transición hacia un nuevo ciclo contractivo, ya que al fuerte choque externo, que reduce los términos del intercambio, se sumaron factores internos que potenciaron la incertidumbre como el conflicto agropecuario y más recientemente el proyecto de eliminación de las AFJP.

En este nuevo entorno desfavorable, el PIB crecería sólo 1,9% en 2009, es decir, el output gap se volvería negativo frenando la creación de empleo y presionando hacia una menor inflación. El tipo de cambio real dejaría de caer y las tasas reales de interés serían positivas en términos reales. Sin embargo, este brusco ajuste de la economía no conduciría a un incumplimiento de los compromisos de deuda pública, porque el gobierno seguiría teniendo superávit fiscal y el Banco Central dispone de un importante stock de reservas internacionales. Aunque por el momento el gobierno no puede acceder al financiamiento internacional, podría renovar los vencimientos de deuda pública del próximo año en el mercado interno. La disponibilidad de financiamiento doméstico se verá ampliada por la probable eliminación del sistema de jubilaciones privado y la consiguiente transferencia de los fondos acumulados a la administración pública.

Resumen ejecutivo

La crisis internacional impacta a la economía argentina por 3 canales. En primer lugar, el menor crecimiento mundial reduce el precio de las materias primas agrícolas lo cual impacta negativamente sobre la tasa de aumento del PIB. El choque negativo externo también sube el riesgo país, aumentando el costo del financiamiento público y privado y, por este camino, también reduce la tasa de crecimiento del PIB. El tercer efecto proviene del posible impacto sobre la política cambiaria, ya que la crisis internacional produjo salida de capitales en importantes socios comerciales de Argentina (por ejemplo, Brasil) lo cual indujo depreciaciones de sus monedas con la consiguiente presión en Argentina para subar de la paridad peso/dólar.

Lo anterior nos lleva a pronosticar un crecimiento del PIB del 1,9% el año próximo, es decir, una importante desaceleración frente al crecimiento del 6,9% que tendría el PIB en 2008.

La reducción del financiamiento externo no tiene impacto sustancial sobre la economía debido a su relativo aislamiento de los mercados de capitales internacionales. Luego de la crisis de 2001-2, el endeudamiento externo de Argentina, tanto público como privado, se redujo en casi 14 puntos del PIB, a la vez que con el canje de 2005 se redujo la proporción de deuda pública denominada en moneda extranjera de 95% en 2001 a 53% en 2008.

Los superávits gemelos, de sector externo y fiscal, le permitieron a Argentina acumular importantes reservas internacionales, cuyo nivel cubre el 147% de la base monetaria y un 65% del total de depósitos, de modo que está mejor preparada que en el pasado para enfrentar los efectos adversos de los choques externos.

Sin embargo, estas fortalezas se ven comprometidas por la caída del precio de las materias primas. El superávit en cuenta corriente tendería a desaparecer en 2009 y el superávit fiscal se reduciría en 1,5% del PIB aproximadamente.

El superávit fiscal se encuentra amenazado por menores ingresos por retenciones sobre las exportaciones y por erogaciones crecientes por subsidios al

sector energético y de transporte. El crecimiento de los subsidios sería menor el año que viene por dos factores: el reciente progreso en ajuste de tarifas de electricidad y gas y el hecho de que la fuerte caída del precio del petróleo disminuye el costo de importar combustibles.

De manera opuesta, el actual proyecto en materia previsional del Gobierno de eliminar el sistema privado de capitalización y que sólo exista el sistema público de reparto, aumentaría en 1 punto porcentual del PIB los ingresos del sector público. Sin embargo, esto no necesariamente se reflejaría en mayor superávit fiscal primario porque el gobierno podría aumentar el gasto público el año próximo, llevando a cabo políticas anticíclicas para evitar una fuerte desaceleración de la actividad económica y caídas del nivel de empleo.

Según nuestras estimaciones, aún en ausencia de crédito externo, el superávit primario junto con las fuentes internas de financiamiento permitirían hacer frente a los servicios totales (capital más interés) por U\$S 16.750 millones que vencen el año próximo. Dentro de las fuentes de financiamiento cobran relevancia los ingresos de la seguridad social que en su totalidad pasarían a ser manejados por el Estado si el Congreso aprueba (como se espera) la ley de eliminación del sistema de capitalización.

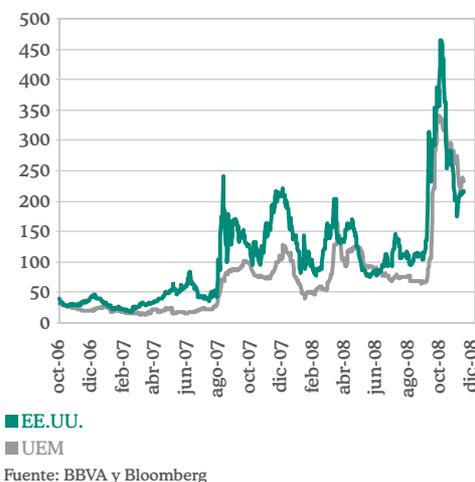
En un marco de mayor volatilidad en los mercados de cambios de la región, el BCRA se ha inclinado por defender la paridad cambiaria mediante una política que denomina de flotación administrada, donde interviene vendiendo reservas para moderar la depreciación del peso. El choque externo y el mayor riesgo idiosincrático (conflicto agropecuario y recientemente proyecto de eliminación del sistema previsional privado) produjeron un aumento del riesgo país de 1200 BP desde fines del 2007, lo cual a su vez condujo a una caída en la demanda de dinero en pesos con el consiguiente incremento de la demanda de billetes de dólares.

En este entorno el BCRA enfrenta el dilema de estabilizar el tipo de cambio, que ayuda a contener la inflación aunque presiona a la pérdida de reservas internacionales o permitir una mayor tasa de depreciación cambiaria para ayudar a mantener el equilibrio externo. Por otro lado, el menor crecimiento de la base monetaria y depósitos, como consecuencia de la absorción monetaria que implica la venta de dólares por el BCRA, conduce a un aumento en la tasa de interés que recientemente se volvió positiva en términos reales luego de un prolongado período de tasas reales de interés negativas.

EE.UU. vs. UEM: OIS spread a 3 meses

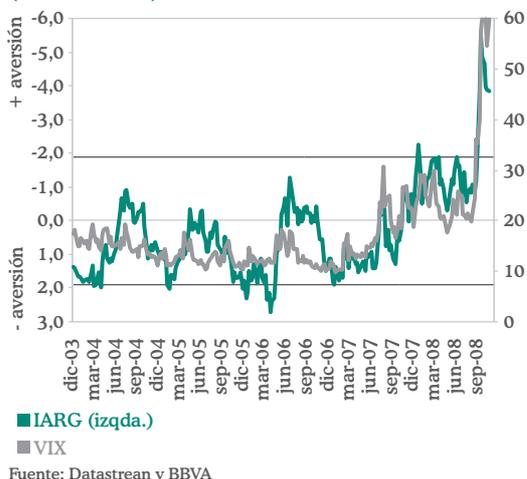


EE.UU. vs. UEM: TED spread a 3 meses



Indice de aversión al riesgo global (BBVA-IARG)

64 activos: emergentes (U\$S) y desarrollados (moneda local)



1. Perspectiva Internacional

Entorno global

La volatilidad extrema de los mercados responde a que las tensiones de liquidez, la incertidumbre financiera y económica global, persisten.

Hace unos meses, hablar de la crisis financiera internacional era sinónimo de relatar la secuencia de hechos que se desarrollaba en el mercado de EE.UU. Pero desde el 12 de septiembre de 2008, fecha de la quiebra de Lehman Brothers, se ha producido un punto de inflexión a nivel mundial. La incertidumbre y la fuerte aversión de los inversores se han trasladado a todas las regiones del globo, principalmente a Europa, pero también al mundo emergente.

Tras la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de AIG Group por parte del Departamento del Tesoro de EE.UU., el gobierno de los EE.UU. aprobó el Troubled Asset Relief Program (TARP) - más conocido como el plan Paulson - con el objetivo de solucionar el problema de los activos tóxicos en los balances de los bancos y así aliviar los problemas de liquidez y solvencia de muchas instituciones estadounidenses. A diferencia de lo ocurrido en los episodios de Bear Stearns, AIG o las agencias gubernamentales, la quiebra de Lehman supuso pérdidas cuantiosas para los tenedores de bonos, hecho que hizo recrudecer de forma espectacular las tensiones en los mercados. Este fuerte incremento de los diferenciales hizo que la liquidez se encareciera a niveles nunca vistos e insostenibles. El diferencial entre las letras del tesoro y el interbancario a 3 meses (TED) en EE.UU. y la UEM se sitúa hoy en los 216 pb y 233 pb, respectivamente. Sin embargo, sus valores máximos en los EE. UU. (464 pbs.) superó ampliamente el máximo de 300 pb alcanzado el 20 de octubre de 1987. Además, el diferencial entre el tipo LIBOR menos el del overnight index swap a 3 meses (OIS) - que aproxima la disponibilidad de fondos en los mercados - en EE.UU. se sitúa actualmente en los 170 pb (366 pb máx.), mientras que en la UEM se encuentra en los 171 pb (194 pb máx.). Al tiempo que las tensiones financieras se iban acentuando, también se aceleró la crisis bancaria no sólo en EE.UU., sino también en otros países europeos.

Los mercados bursátiles a nivel global han registrado caídas históricas. En lo que va de 2008, las caídas en las principales bolsas de los mercados desarrollados se encuentran en torno al 40%. El rango de caídas en los emergentes es más amplio, y va desde el 17% de Chile hasta el 76% de Rusia. Además, los niveles de aversión al riesgo son extremos. Esta elevada aversión, junto con la caída de las expectativas de política monetaria explica la disminución promedio en octubre de 60 puntos básicos en el bono a 2 años de EE.UU. y 100 puntos básicos en el de la UEM, respecto de los valores previos a la quiebra de Lehman Brothers.

Tras las primeras tentativas unilaterales, los principales países desarrollados unifican criterios para enfrentar la crisis global.

Los bancos centrales han inyectado enormes cantidades de liquidez al mercado con el fin de aliviar las tensiones financieras, pero hasta la fecha las medidas adoptadas no han tenido un efecto decisivo. La Reserva Federal ha prácticamente doblado la cantidad subastada a través de su facilidad de crédito TAF, hasta llegar a los \$300 mil millones, y aumentado en más de \$500 mil millones sus líneas swaps en dólares para el resto de bancos centrales. El Banco Central Europeo también ha realizado subastas extraordinarias en cuanto a los montos, monedas y plazos. La última iniciativa del BCE ha sido la de comenzar a realizar subastas de cobertura total de la demanda (en inglés "full allotment") con el fin de aliviar las presiones en las necesidades de financiación de corto plazo.

Las autoridades económicas y monetarias de los diferentes países se encuentran ante una crisis financiera que está siendo amplificada por el efecto de la aversión al riesgo. En una primera fase, los diferentes gobiernos emprendieron diferentes medidas destinadas a restaurar la confianza entre los depositantes de las instituciones financieras y la normalidad en los mercados financieros, con un efecto limitado. La razón principal es que los mercados

observaron una completa falta de coordinación entre los gobiernos y que los pasos tomados se percibieron como respuestas específicas en la medida que surgían problemas de entidades puntuales.

A inicios de octubre, no obstante, comenzaron a surgir acciones coordinadas. En primer lugar, los bancos centrales de EEUU, la Unión Monetaria Europea, Reino Unido, Suiza, Suecia y Canadá redujeron sus tipos de interés oficiales en 50 pb de forma simultánea y con un comunicado común. Poco después, los gobiernos europeos alcanzaron un oportuno acuerdo para hacer frente a la crisis de forma coordinada y concertada, en el que se anunciaron programas basados en avales e inyecciones de capital. Aunque el impacto inmediato ha sido limitado, esta coordinación evitó probablemente una crisis financiera aún más grave.

Estos esfuerzos culminaron en la cumbre del G-20 que tuvo lugar en la ciudad de Washington. Lo primero que se debe destacar de la cumbre, y de los acuerdos adoptados, es el hecho de que refleja la firme voluntad de la Comunidad Internacional para afrontar la actual crisis económica y financiera de forma coordinada, combinando acciones y medidas multilaterales con políticas nacionales pero acordadas y validadas por todos los participantes en la cumbre. Esto es muy importante, ya que deja entrever que se estarían evitando errores cometidos en el pasado cuando respuestas puramente nacionales, en ocasiones de corte puramente proteccionista, solo sirvieron para agravar los procesos recesivos. También se debe resaltar la lista de medidas anunciada, que es ambiciosa y parte de un diagnóstico ajustado de las causas de la crisis y su posterior extensión y agravamiento.

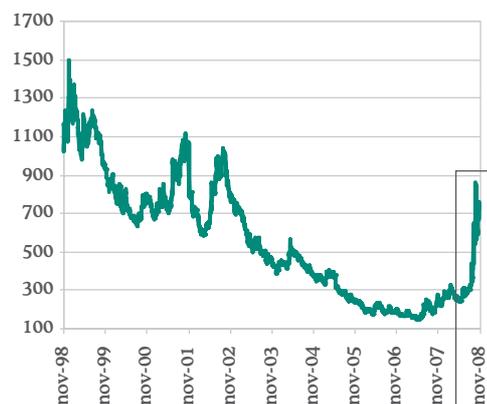
Crecimiento, inflación y tipos de interés bajos, dólar apreciado.

Teniendo en cuenta que las tensiones en los mercados financieros no cederán en un horizonte breve, y dado que el contexto financiero internacional se trasladará posiblemente en forma de menor disponibilidad de crédito a las familias y empresas, nuestras previsiones para EE.UU. y la UEM reflejan una intensificación de la desaceleración económica. En cuanto a nuestro escenario de crecimiento económico, para EE.UU. esperamos que el consumo, la inversión residencial y la inversión no residencial continúen contrayéndose, y por ende contribuyendo negativamente al crecimiento. Además, por el lado del comercio exterior, las importaciones continuarán cayendo debido al mal desempeño del crecimiento. Las exportaciones crecerán pero a un ritmo sustancialmente menor debido a la apreciación del dólar y la debilidad global. Esto implica que las exportaciones netas no se convertirán en un soporte demasiado sólido para el crecimiento. En resumen, esperamos que la actividad en EE.UU. se contraiga un 0,8%. Para la UEM esperamos una contracción del PIB en torno al 0,9%. A pesar de que existen algunos factores que son parcialmente positivos como los tipos de interés oficiales sustancialmente menores y que el euro se depreciará respecto del dólar, la efectividad de los paquetes de medidas diseñados por los diferentes gobiernos será clave para que la contracción de la actividad no sea mayor.

En este marco de referencia hemos visto que los mercados de materias primas han reaccionado con mucha fuerza, con caídas de precios que bordean el 60% respecto de sus picos a mediados de este año en el caso del petróleo y el cobre, y en torno a 40% para granos como maíz, trigo y soja. Nuestra proyección en estos casos apunta a una estabilización y posterior recuperación, ya que restricciones de oferta a mediano y largo plazo, y el aumento en el consumo de energía, alimentos y materias primas industriales en China, India y otros países emergentes seguirá creciendo a un ritmo acelerado. Sin perjuicio de ello, las caídas de precios que ya han ocurrido significarán una fuerte disminución en el ingreso disponible, de países en desarrollo con exportaciones e ingresos fiscales muy concentrados en algunos de ellos. A diferencia de episodios anteriores, eso sí, es destacable el hecho de que en esta ocasión, la mayoría de los países de América Latina ha ahorrado una proporción significativa de los ingresos extraordinarios obtenidos durante el "boom", lo que les permite enfrentar en mejor pie la actual caída de precios.

En cuanto a la inflación, prevemos que continuará encaminándose hacia niveles sustancialmente menores a los actuales. Nuestro escenario para 2009 contempla que la inflación general en EE.UU. se situará en torno al 0,8% en promedio. En la UEM la inflación se situará en torno al 1,9% en promedio. Tales

Diferenciales de renta fija: EMBI+



Fuente: BBVA y Datastream

Mercados Bursátiles

2008		
EE.UU.	S&P500	-46%
España	IBEX35	-47%
Reino Unido	FTSE100	-38%
Francia	CAC40	-47%
Alemania	DAX30	-48%
UEM	STOXX	-50%
Japón	NIKKEI 225	-50%
China	Shanghai SE 180	-64%
Hong Kong	HANG SENG	-56%
Brazil	BOVESPA	-48%
México	MXSE IPC Gral.	-38%
Argentina	MERVAL 25	-59%
Chile	SASE Gral Index	-17%
Rusia	IRTS	-76%

expectativas se justifican por la fuerte caída que ha registrado el precio del petróleo y otras materias primas, junto con un escenario de menor crecimiento global. Además, el hecho de que la inflación se muestre contenida ha permitido a los bancos centrales recortar tipos de interés con el fin de fomentar el crecimiento económico. En este sentido el BCE y la FED recortaron 50 pb hasta el 3,25% y 1%, respectivamente. Nuestro escenario para los tipos de interés oficiales considera que la FED recortará su tipo de intervención hasta 0,5% en 2009 y el BCE lo situará en 1,5% a comienzos de 2009. De esta forma, esperamos un dólar estable y oscilando en un nivel en torno a 1,25 hasta finales de 2008. Para 2009, esperamos que el dólar-euro se deslice hacia 1,15, aunque observamos que los riesgos se encuentran sesgados hacia el lado de una posible mayor apreciación del dólar.

Bajo nuestro escenario central de tipos oficiales, esperamos que la rentabilidad de los bonos soberanos a diez años de EE.UU. se mantenga estable en 3,80% al cierre del cuarto trimestre de 2008. Para 2009 prevemos una caída de las rentabilidades que comenzarán el 2009 en torno a 3,70% y finalizarán el año próximas a 3,40%. Para la UEM esperamos que las rentabilidades a diez años cierren 2008 en 3,80%. Durante el primer trimestre de 2009 se situarán en 3,50%, cayendo a medida que avanza el año hasta alcanzar 3,10% en el cuarto trimestre de 2009.

En relación al mundo emergente, las previsiones se ajustan a la baja incorporando un escenario de recesión en las economías desarrolladas. Aún así estamos hablando de una desaceleración del crecimiento en 2009 respecto a 2008, pero todavía manteniendo crecimientos dinámicos. Asia emergente registrará un crecimiento del 6% frente a 7,5% de 2008, con China sosteniendo el crecimiento en el entorno de 8% gracias en buena parte al plan de estímulo fiscal del Gobierno, mientras otras economías de la región crecerán a tasas muy inferiores, especialmente aquellas economías pequeñas y abiertas y por tanto más expuestas a la demanda externa.

De cara a los próximos meses, la evolución de las políticas que los gobiernos desarrollen - enfocados en lograr restaurar la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los mercados - será un elemento crucial para lograr recuperar la confianza, romper el círculo vicioso entre liquidez y solvencia y así restablecer el normal funcionamiento de los mercados.

2. Entorno Macroeconómico

Brusca desaceleración de la actividad económica en 2009

En nuestra edición anterior preveíamos para 2008 una desaceleración del crecimiento a 7,5% luego de 5 años de expansión del PIB a tasas superiores al 8,5%. Sin embargo, la economía argentina fue afectada por diversos choques, tanto internos como externos, que resultarán en una desaceleración superior a la estimada, reduciendo el incremento del PIB a 6,9% este año.

Esta tasa de expansión se encuentra aún muy por encima del crecimiento potencial de 3,3% y refleja en parte el arrastre estadístico de 2007. Para 2009, en cambio, estimamos que el efecto acumulado de los sucesivos shocks resulte en una brusca caída de la tasa de crecimiento de la economía a 1,9%.

El primer semestre de 2008 mostró una moderada desaceleración en el ritmo de expansión interanual, creciendo 7,8% mientras en 2007 lo había hecho en 8,3%. Si bien el paro agropecuario condujo a un aumento del riesgo país y una caída de la confianza, este choque negativo fue parcialmente amortiguado por la fuerte mejora en los términos del intercambio que se registró en la primera mitad del año.

A principios del segundo semestre, la economía comenzó a sentir el impacto de la caída en la demanda global que se manifestó en primera instancia en una baja entorno a 30% del precio de las materias primas agrícolas. El recrudecimiento de la crisis financiera internacional a finales del tercer trimestre volvió a intensificar la aversión al riesgo y la demanda de activos dolarizados, resultando en una nueva alza en la prima de riesgo. El envío al Congreso del proyecto de ley para la eliminación del sistema de jubilación privado y la transferencia de los fondos acumulados en las cuentas capitalización individual al sistema público de reparto tuvo un efecto negativo sobre los mercados, reflejándose en caída de precios de acciones y títulos de deuda y mayor salida de capitales. En octubre, la confianza del consumidor (UTDT) volvió a registrar una caída de casi 10%, ubicándose cerca de los niveles mínimos observados durante el conflicto con el agro y 16% por debajo de octubre 2007.

En este entorno, prevemos que el cuarto trimestre reflejará a pleno el impacto de los últimos choques negativos, con un aumento del PIB de sólo 5,4% a/a (cuadro 1) comparado con el 9,1% de incremento que se registró en el último trimestre de 2007. Los datos conocidos de ventas minoristas y automóviles (-3,9% a/a) de octubre muestran que se acentúa la fuerte desaceleración en el consumo que se observaba en las ventas de centros de compra y supermercados del mes anterior.

En 2009, el canal que explica la mayor parte de la ralentización de la actividad económica es la subida en la *prima de riesgo* provocada por la mayor aversión al riesgo global y en mayor medida por la percepción de que el riesgo doméstico no retrocederá a los niveles pre-crisis por las asignaturas pendientes en materia de política económica.

Previo a la crisis, Argentina tenía un acceso limitado al financiamiento global y escasas entradas de capitales para inversión de cartera por lo que no sufrirá el impacto de la abrupta reducción de estos flujos por el aumento en la aversión al riesgo. Sin embargo, el vuelo a la calidad inducirá mayores salidas de capital ya que los residentes argentinos con carteras internacionales buscarán alterar

Cuadro 1.
PIB - Crecimiento trimestral interanual

	2008
1er Trim	8,3%
2do Trim	7,5%
3er Trim (e)	6,8%
4to Trim (e)	5,4%

Fuente: SEE

Cuadro 2.
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%	8,2%	7,5%	7,8%	7,8%	7,8%	9,0%	7,8%	2,2%
Consumo público	6,4%	7,0%	7,7%	8,9%	6,6%	8,5%	8,7%	7,1%	5,2%	7,6%	7,8%	2,1%
FBCF	13,7%	12,7%	13,0%	15,2%	20,3%	12,4%	14,1%	14,3%	18,2%	13,6%	15,0%	3,1%
Demanda interna	9,1%	9,6%	10,1%	10,5%	10,3%	10,5%	8,6%	8,4%	9,2%	9,8%	9,5%	2,5%
Exportaciones	9,0%	8,7%	8,0%	10,6%	6,1%	-1,8%	7,3%	7,4%	7,3%	9,1%	4,8%	2,6%
Importaciones	20,6%	18,9%	18,9%	23,3%	22,1%	22,8%	23,1%	27,5%	15,4%	20,5%	24,0%	5,7%
Saldo exterior	-1,2%	-0,9%	-1,2%	-1,4%	-2,1%	-3,0%	-2,1%	-2,8%	-0,7%	-1,2%	-2,5%	-0,6%
PIB pm	322.449	367.492	367.539	379.200	349.091	394.874	391.424	400.524	330.565	359.170	383.978	391.207
tasa interanual	8,0%	8,6%	8,8%	9,1%	8,3%	7,5%	6,5%	5,6%	8,5%	8,7%	6,9%	1,9%
Pro-memoria												
Empleo total, variación % a/a	3,5%	2,4%	3,0%	1,1%	1,8%	0,4%	1,7%	1,6%	3,7%	2,5%	1,4%	0,7%
Tasa de Paro (% Pob Activa)	9,8%	8,5%	8,1%	7,5%	8,4%	8,0%	7,6%	7,1%	10,2%	8,5%	7,8%	8,2%

Fuente: SEE

su composición, reduciendo su exposición a activos domésticos y disminuyendo por esta vía el financiamiento interno disponible.

El segundo canal de transmisión de la crisis en importancia es el deterioro de los **términos de intercambio** que reflejará la caída en el precio internacional de las principales materias primas exportadas.

Contemplando este escenario, en 2009 la Formación Bruta de Capital mostrará la desaceleración más pronunciada (12 puntos porcentuales comparado con 2008) ya que ante la mayor percepción de riesgo interno e internacional y la menor disponibilidad de financiamiento no resultarán viables diversos proyectos de inversión. La tasa de aumento del consumo privado se reducirá más de 5 puntos porcentuales con respecto a 2008 debido al importante deterioro de la confianza y a que la masa salarial exhibirá un crecimiento real levemente negativo, luego de la fuerte recuperación promedio en los últimos 5 años. En cuanto al comercio exterior, las exportaciones crecerán por debajo de la tendencia histórica como consecuencia de una menor demanda internacional y de los problemas de sequía que afectarán a la producción de granos. En particular, las ventas externas perderán dinamismo por el menor crecimiento de Brasil y México, principal destino de las colocaciones de automóviles, que representan 10% del total de exportaciones. Sin embargo la aportación del sector externo será menos negativa que en 2008 ya que las importaciones también sufrirán un sustancial ajuste por la caída de la demanda por consumo e inversión.

La posibilidad de que el gobierno lleve a cabo una política fiscal más expansiva para atenuar el enfriamiento de la economía se ve favorecida por la reforma del sistema de jubilaciones que genera ingresos adicionales al fisco por alrededor de 1% del PIB. El sector público puede así compensar los menores ingresos tributarios por la caída del precio de las materias primas sin necesidad de desacelerar el gasto.

Marcadas diferencias en los índices de precios

Una importante brecha se observa entre la inflación del IPC GBA (que hasta el mes de octubre registra un incremento de 8,4% interanual y 6,5% acumulado anual) con la que surge de un índice construido con datos oficiales de siete provincias (que a septiembre presenta un incremento de 18,6% tanto interanual como acumulado). Por su parte, también existe una disparidad importante con las expectativas de inflación, que según la encuesta de la Universidad Di Tella se ubican en 34,2% para los próximos 12 meses (cuadro 3).

Para el presente año estimamos una inflación anual del IPC de 8% en línea con lo observado hasta octubre. Dado el contexto de menor actividad y menor presión inflacionaria internacional (ver recuadro presiones inflacionarias), esperamos para 2009 una disminución en la brecha entre el IPC GBA, las expectativas de inflación y el índice de 7 provincias.

Ceden las presiones inflacionarias “importadas”

En 2008, la suba de precios internacionales de los alimentos presionó al alza la inflación doméstica. Sin embargo, en 2009 estos factores impulsan a una desaceleración de la inflación. Nuestro análisis incluye las presiones inflacionarias que surgen de los sectores transables (que ponderan 35% según su valor agregado en el PIB a precios corrientes de 2007) y los no transables (65% restante). Para los sectores transables consideramos la evolución de precios de exportación e importación de Argentina y el tipo de cambio nominal. Como Proxy de las presiones inflacionarias del sector no transable utilizamos los salarios privados registrados.

Nuestras previsiones para 2009, que se discuten en las respectivas secciones, se detallan en el cuadro 4.

En base a los pronósticos anteriores, como puede verse en el cuadro 5, las presiones inflacionarias tienden a disminuir el año próximo, principalmente por menor inflación “importada” (donde la baja del precio de las materias primas más que compensa la suba del tipo de cambio).

Moderado aumento del desempleo y deterioro del salario real en 2009

El año 2008 arrojará una nueva baja en la tasa de desempleo como resultado de: a) el sostenido crecimiento de la economía y b) una retracción en la oferta

Cuadro 3. Indicadores de Inflación

	octu-08		
	2007	Acumulado	Interanual
IPC	8,5%	6,5%	8,4%
Inflación 7 Provincias *	18,2%	18,6%	18,6%
Expectativas de Inflación UTDT **	23,6%		34,2%

* Inflación promedio simple de panel provincial de Santa Fe, Córdoba, Jujuy, Neuquén, Tucumán, Mendoza y San Luis, ajustado por disponibilidad de información, datos a septiembre

** Inflación esperada para los próximos 12 meses.

Fuente: Indec; Universidad Di Tella

Cuadro 4. Variaciones % Promedio Anuales

	Precios Internacionales Ponderados	Salarios Privados Registrados	Tipo de Cambio Nominal
2007	9,5%	18,7%	1,3%
2008 (e)	18,3%	16,9%	2,0%
2009 (e)	-6,6%	14,3%	17,4%

Fuente: SEE

Cuadro 5. Variaciones % Promedio Anuales

	Inflación Transable	Inflación no Transable	Presión Inflacionaria
2007	10,8%	18,7%	15,9%
2008 (e)	20,3%	16,9%	18,1%
2009 (e)	10,9%	14,3%	13,1%

Fuente: SEE

de trabajadores (caída en la tasa de actividad). La reducción del desempleo será moderada debido al menor dinamismo de la economía en la capacidad de creación de empleo, que si bien esperable, se ha visto exagerada en el primer semestre del año por las consecuencias que acarreó la alta conflictividad (paro agropecuario).

Luego de seis años de bajas en los niveles de desempleo esperamos que en 2009 se observe una pequeña suba. Ello será consecuencia de la ralentización de la economía (1,9% a/a de crecimiento), sólo parcialmente compensada por la esperada recuperación en la elasticidad Empleo/PIB con relación a los transitoriamente bajos niveles observados en el primer semestre de 2008. En nuestra proyección también contemplamos un ligero aumento en el ritmo de crecimiento de la tasa de participación en línea con la tendencia histórica (ver cuadro 6).

De esta manera, los nuevos puestos de trabajo creados serán insuficientes para cubrir el ingreso de nuevos trabajadores al mercado. La posibilidad de destrucción de puestos de trabajo ya ha puesto en alerta a las organizaciones sindicales que piden la reimplantación del sistema de doble indemnización por despido, sin embargo el alcance de este tipo de medidas es limitado si se tiene en cuenta que alrededor de un 40% de la fuerza laboral se desempeña en el mercado informal. Las autoridades también están explorando otras vías de actuación en el mercado, más orientadas hacia los subsidios para incentivar la demanda que hacia las imposiciones de costos adicionales por despido.

Estimamos una caída en los salarios reales privados del 3,0% a/a (en línea con lo observado hasta la fecha), producto de la tasa de inflación proyectada y del impacto que sobre las remuneraciones de bolsillo tuvo el incremento de los aportes de los trabajadores al Sistema de Seguridad Social (aumentó del 7 al 11% para los trabajadores que están afiliados a las AFJP). Para el año 2009, ante las mayores dificultades que enfrentará el mercado laboral por la ralentización de la economía prevemos que las remuneraciones reales continuarán cayendo ya que la desaceleración de los ajustes salariales será mayor a la caída que proyectamos en la inflación, dado que difícilmente los incrementos nominales convalidan la inflación pasada en un contexto más recesivo (ver cuadro 7).

Situación fiscal: el año próximo se enfrentarán los mayores riesgos

Aún en un contexto de mayor conflictividad interna y agravada más recientemente por la crisis internacional, el superávit fiscal del sector público nacional no se ha deteriorado. Los datos conocidos hasta el mes de septiembre último indican que, en términos anualizados, el superávit se encuentra en un nivel de 3,6% del PIB. A pesar de la baja de los precios de las materias primas a partir de la segunda mitad del año, las retenciones a las exportaciones se duplicaron (por la notable suba de los precios de las materias primas en el primer semestre de este año) impactando positivamente sobre los ingresos fiscales.

Sin embargo, esta situación se debilitará en la medida que continúe profundizándose la caída de los precios agrícolas y no haya medidas más concretas en cuanto a la reducción del gasto primario. El gobierno debería impulsar de manera más resuelta una reducción en los subsidios a sectores económicos, sea a través de mayores aumentos de tarifas como se dispuso hace poco con el alza de las tarifas eléctricas y de gas para grandes usuarios residenciales, o a través de algún otro tipo de ajuste. Nuestro escenario para 2009 es de una baja del superávit primario que ubicamos en 2,1% del PIB, como observamos en el cuadro 8, en el cual está contemplado tanto un menor ingreso por retenciones a las exportaciones, como un ajuste a la baja en el ritmo de aumento del gasto primario (ver cuadro 8).

Un capítulo aparte merece el proyecto de reforma previsional, que se encuentra actualmente en discusión en el Congreso, por el cual se eliminaría el sistema privado de AFJP. En el cuadro 9, presentamos datos sobre el stock de los fondos de pensión al 31 de octubre que pasará a administrar el Estado. Aparte, de aprobarse dicha ley, habría un flujo de nuevos ingresos por alrededor de U\$S 4.000 anuales (1% del PIB) el año 2009, con lo que el panorama fiscal cambiaría radicalmente a corto plazo.

Desafíos de la refinanciación de la deuda pública en 2009

La refinanciación de los vencimientos de la deuda soberana será otro de los desafíos que deberá superar Argentina el año próximo. Excluyendo las deudas

Cuadro 6.
Proyección de la situación laboral

Concepto	2005	2006	2007	2008 (e)	2009 (e)
1. Población (miles hab)	38592	38970	39352	39737	40126
2. Tasa de Actividad (%)	45,7	46,3	46,1	45,9	46,0
3. PEA (miles hab) (1 x 2)	17649	18027	18133	18241	18447
4. Tasa de Empleo (%)	40,4	41,5	42,2	42,3	42,2
5. Empleo (miles hab) (1 x 4)	15610	16191	16595	16821	16939
6. Tasa de Desocupación (%)	11,6	10,2	8,5	7,8	8,2
7. Desocupación (miles hab) (3 x 6)	2039	1835	1538	1419	1508

Las tasas relevadas por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) se aplican al total de la población.

Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre información primaria de INDEC y elaboración propia.-

Cuadro 7.
Evolución del Salario Privado Registrado
(Variación % a/a)

Variable	2008 (est)	2009 (est)
Promedio Anual		
Nominal	16,9%	14,1%
Real 1/	-3,0%	-3,0%

1/ Deflactado por Índice de precios al Consumidor de siete provincias y proyecciones propias.-

Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de Indec y estimación propia.-

Cuadro 8.
Resultado fiscal SPNF

miles de mill. de \$	estimado		variación %	
	2008	2009	08/07	09/08
Ingresos totales	224,2	265,8	37%	19%
Gasto primario	187,1	234,8	35%	26%
Resultado primario	37,1	30,9	44%	-17%
Intereses	16,9	20,3	3%	20%
Resultado operativo	20,2	10,7	116%	-47%
Rdo primario / PIB	3,5%	2,3%		
Rdo operativo / PIB	1,9%	0,8%		
Retenciones a las export.	40,7	36,5	99%	-10%
Subsidios	32,2	41,4	100%	28%

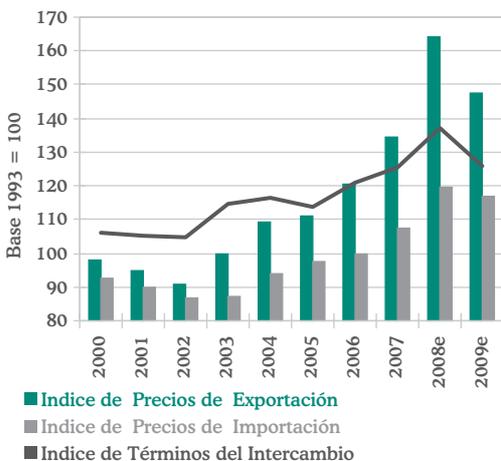
Fuente: BBVA en base a información del MECON.

Cuadro 9.
Cartera AFJP al 31/10/2008

	millones \$	% cartera
	77.992	100,0%
Sector Público	49.935	64,0%
Cuasi Par	27.489	35,2%
Otros del canje	6.406	8,2%
Con el BCRA	2.174	2,8%
Prestamos garantizados	6.403	8,2%
Sub Nacionales	444	0,6%
Financiamiento Productivo	18	0,0%
Otros	7.000	9,0%
Sector Privado	27.898	35,8%
Doméstico	22.902	29,4%
Obligaciones Negociables	1.537	2,0%
Acciones de SA	6.992	9,0%
Plazos Fijos	7.231	9,3%
Otros fideicomisos Financ.	1.186	1,5%
Disponibilidades	3.323	4,3%
Fondos comunes de inversión	2.139	2,7%
Financiamiento Productivo	494	0,6%
Extranjero	4.996	6,4%
Obligaciones Negociables	168	0,2%
Acciones de SA	3.542	4,5%
Fondos comunes de inversión	1.286	1,6%
Otros	159	0,2%

Fuente: SAFJP

Gráfico 1.



Fuente: BBVA en base del INDEC

Cuadro 10.
Evolución Sector Externo
Escenario Base

Año	millones u\$s			Cuenta Corriente/ PIB
	Export.	Import.	Saldo	
2007 (p)	55779,6	44707,4	11072,2	2,8%
2008 (e)	73500,0	62200,0	11300,0	2,0%
2009 (e)	67500,0	64200,0	3300,0	-0,3%
Variaciones %				
2007/2006	20,1%	30,9%		
2008/2007	31,8%	39,1%		
2009/2008	-8,2%	3,2%		

Fuente: SEE BBVA Banco Francés.-

de corto plazo contraídas por adelantos del Banco Central y otros organismos del sector público que generalmente se refinancian automáticamente, los vencimientos ascienden a U\$S 16.750 millones. Si se utiliza todo el superávit primario que estimamos para cubrir los vencimientos, aún restarían U\$S 7.000/8.000 millones por refinanciar.

Dada la restricción actual para acceder a los mercados internacionales de deuda, el mercado en general está descontando que el gobierno deberá recurrir a las fuentes de financiamiento internas, lo cual creemos factible aún sin aprobarse el actual proyecto de reforma previsional. Las principales fuentes de financiamiento privadas son los bancos y AFJP's. Además, el gobierno podría acudir en el margen a sus propios excedentes (acumulados mediante superávit fiscal de los años previos) y complementariamente a Reservas del Banco Central para pagar la deuda a vencer con organismos internacionales.

Si finalmente se aprueba la reforma previsional, el panorama podría despejarse mucho más, pero mirando a mediano y largo plazo Argentina necesita bajar su prima de riesgo y volver al mercado internacional de financiamiento voluntario para no descansar exclusivamente en fórmulas como el financiamiento proveniente del Gobierno de Venezuela, como se hizo en los últimos años, o en la reforma del sistema previsional, como ahora se plantea. Un paso en esta dirección positiva fueron los anuncios de cancelar la deuda con el Club de París y renegociar la deuda impaga con los bonistas que no aceptaron el canje de 2005.

Importante caída de los términos de intercambio en 2009

Dado que la ponderación de las materias primas -agrícolas y petróleo- llega al 45% en las exportaciones argentinas y es menor su incidencia en el agregado de las importaciones, lo que ocurra con los precios de los commodities será determinante en los términos de intercambio de Argentina.

En el año 2008, los términos de intercambio alcanzaron un récord histórico, dominados por la fuerte suba que los precios de las materias primas exhibieron durante el primer semestre. Sin embargo, estos precios evidenciaron una marcada caída en los meses recientes y estimamos que ya han alcanzado un piso y que se mantendrán en niveles cercanos a los actuales durante el próximo año (ver recuadro precio soja).

En consecuencia, prevemos que los Términos de Intercambio muestren una caída significativa en el 2009. No obstante, como se puede observar en el gráfico 1, se mantendrán elevados en términos históricos.

El superávit en cuenta corriente erosionado por la caída de precios

El superávit comercial de 2008 se mantendría en niveles similares a los registrados el año pasado, como consecuencia del excelente desempeño de los precios de exportación, pese a que las cantidades exportadas se resintieron debido a las dificultades que trajo aparejado el conflicto agropecuario. Las importaciones mantuvieron una fuerte tendencia positiva, tanto en precios como en cantidades, obedeciendo el dinamismo de estas últimas a las mayores necesidades energéticas y al buen ritmo de expansión que mantuvo la actividad productiva.

En 2009, el saldo comercial caería alrededor de un 70%, ubicándose en U\$S 3,3 mil millones debido principalmente a la caída en los términos de intercambio que resultará en una reducción de 8% en las exportaciones nominales. El ritmo de expansión de las importaciones desacelerará fuertemente de casi 40% en 2008 a 3% en 2009, pero continuará siendo positivo en línea con la moderación en actividad económica.

Con estos valores de balanza comercial, la cuenta corriente pasaría de un superávit de 2% del PIB en 2008 a un ligero resultado negativo de un 0,3% del producto en 2009 (cuadro 10).

Sin embargo, podemos mencionar dos factores de riesgo que podrían reducir aún más el saldo en cuenta corriente vía balanza comercial, a saber: a) Una caída en los precios de las materias primas exportadas mayor aún a la prevista y b) una mayor elasticidad importaciones /PIB derivada de las mayores necesidades energéticas.

3. Política Monetaria y Cambiaria

La emisión de dinero y los agregados monetarios ralentizan su crecimiento

El crecimiento de la base monetaria está desacelerando, bajó a una tasa interanual del 15% desde niveles del 35% un año atrás como se observa en el gráfico 1. El crecimiento del resto de los agregados del sector privado, como el circulante en poder del público y el M2 privado en pesos también está convergiendo a estas tasas.

A lo largo del año, se observan cambios en la composición de los depósitos con un aumento en la participación de los depósitos en dólares, reflejo de la preferencia de los ahorristas por la divisa en los meses recientes. Dentro de los depósitos en pesos, los depósitos a plazo han crecido a una tasa superior a los depósitos transaccionales, por el aumento en las tasas de interés.

La menor creación de dinero tiene origen en la creciente demanda de dólares del sector privado. Durante los primeros nueve meses de 2008, la fuerte salida de capitales (U\$S 13.128 millones) fue compensada por el superávit de la balanza comercial (U\$S 15.360 millones), situación que posibilitó que el BCRA no perdiera reservas internacionales. Pero el Banco Central fue disminuyendo sus compras en el mercado cambiario y las necesidades de liquidez se cubrieron principalmente con la liberación de letras emitidas por el Banco Central (Lebac y Nobac) como puede verse en el gráfico 2.

El menor superávit comercial previsto para 2009 y la permanencia de una elevada prima de riesgo país podrían continuar alentando la sustitución de pesos por dólares. De esta forma, el excedente de dólares del sector externo se ubicará probablemente en los niveles más reducidos de este año. Estimamos que la política monetaria del Banco Central continuará en la línea actual, es decir, abasteciendo la necesidad adicional de liquidez mediante la renovación parcial de los vencimientos de Lebac y Nobac o asistiendo a los bancos que sufran problemas de iliquidez. Si el contexto cambiario mejorase, el Banco Central retornaría seguramente a su política de monetizar dólares para luego absorberlos mediante colocación de títulos.

La flotación administrada en un contexto de mayor riesgo

El Banco Central continuó con su política de "flotación administrada" durante los recientes episodios de subida de riesgo, buscando defender la paridad cambiaria. La autoridad monetaria, que en los últimos 5 años había intervenido activamente comprando el excedente cambiario del sector privado, se convirtió en vendedora neta de reservas en estos períodos para evitar una escalada del tipo de cambio (ver gráfico 3).

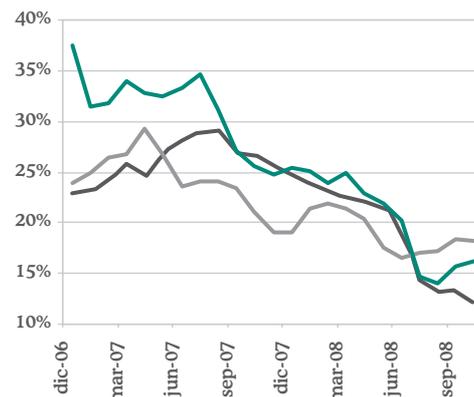
En el segundo trimestre 2008, durante el conflicto con el agro, la presión vendedora del Banco Central produjo una fuerte apreciación nominal del peso que llevó al tipo de cambio a niveles cercanos a 3 \$/U\$S (no registrados desde 2004). Con el recrudecimiento de la crisis financiera internacional a partir de septiembre, el BCRA volvió a vender reservas, pero esta vez permitiendo una significativa depreciación del peso.

Por el momento, el Banco Central parece inclinarse por evitar un abrupto debilitamiento de la moneda. Sin embargo, en el nuevo contexto internacional de fortalecimiento del dólar estadounidense con respecto a las monedas latinoamericanas y europeas, el Banco Central deberá abordar el dilema de permitir una depreciación más rápida del peso para evitar un deterioro de la competitividad comercial o mantener relativamente estable el tipo de cambio para evitar una caída abrupta de la demanda de dinero en pesos.

Mayores presiones sobre el tipo de cambio a futuro

El menor excedente comercial previsto para el próximo año implica una menor oferta de divisas por parte del sector privado. La demanda se verá impulsada por la suba en el riesgo país que produce una mayor dolarización de portafolios, al menos que las autoridades convaliden tasas de interés reales positivas por encima de los niveles de equilibrio lo cual produciría mayores caídas del PIB. Este contexto indica que el ciclo de apreciación del tipo de cambio real del período 2003-2007 estaría así llegando a su fin y prevemos que en 2009, se produzca una moderada depreciación real del peso argentino con una cotización nominal cercana a 3,90 \$/U\$S a fines de año.

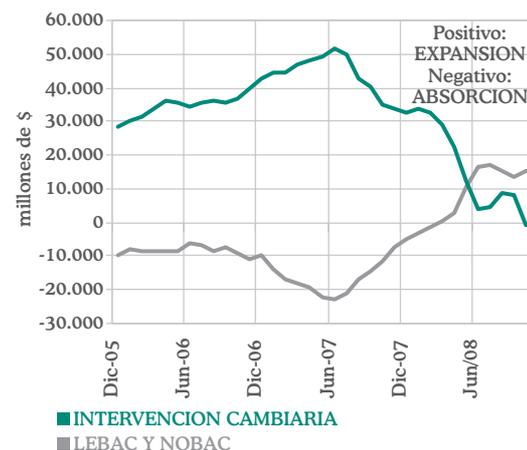
Gráfico 1.
Agregados monetarios en pesos
variación interanual



■ Base Monetaria
■ Circulante en poder del público
■ Depósitos del sector privado en \$

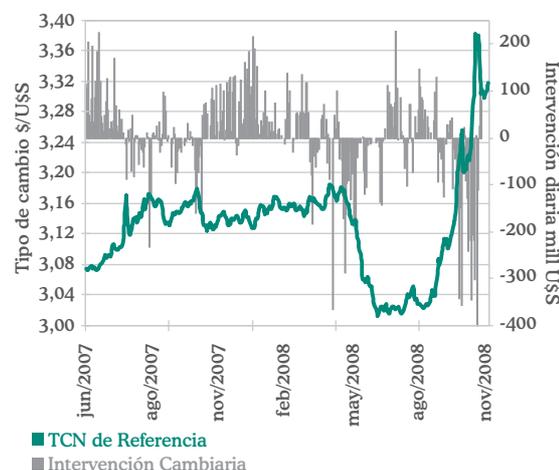
Fuente: SEE BBVA Banco Francés en base a información del BCRA

Gráfico 2.
Principales factores de expansión y
absorción monetaria
acumulado últimos 12 meses



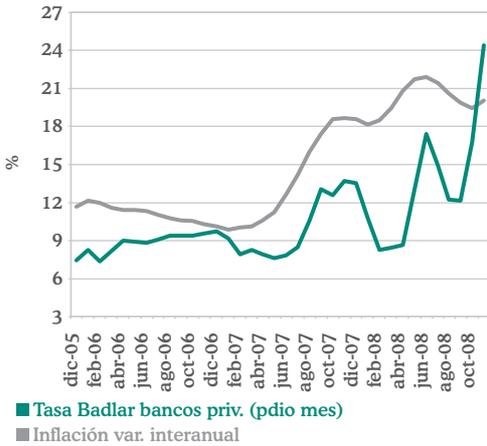
Fuente: BBVA en base a información del BCRA

Gráfico 3.



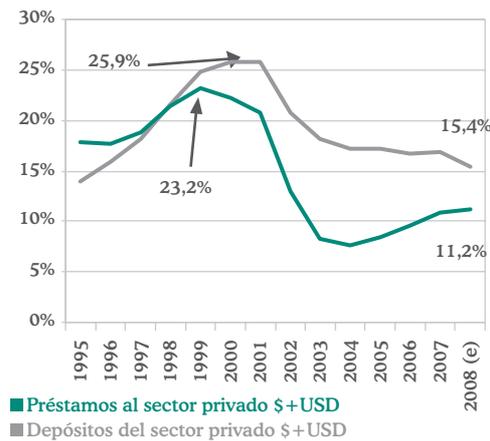
Fuente: SEE BBVA Banco Francés en base a información del BCRA y MECON

Gráfico 4.
Inflación y tasas de interés



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 5.
Depósitos y Préstamos en % del PIB
(promedios anuales)



Fuente: SEE BBVA sobre datos de MECON y BCRA

4. Sistema Financiero

La tasa de interés mayorista se vuelve positiva en términos reales

La tasa Badlar de bancos privados ha mostrado tendencia creciente, a pesar de su alta volatilidad a corto plazo en línea con la mayor o menor liquidez del mercado. Dentro de esa tendencia, siempre se ubicó por debajo de la tasa de inflación, aunque recientemente la tasa Badlar se transformó en positiva en términos reales (ver gráfico 4, donde se utiliza como “proxy” de inflación esperada la variación interanual observada)

Debe tenerse en cuenta que en un entorno de fuerte sustitución entre la demanda de dinero en pesos y dólares, las tasas reales de interés negativas de los años 2003/2008 reflejaron en gran parte una etapa de apreciación del tipo de cambio real, mientras que cabe esperar que en adelante esta tendencia se revierta.

Los depósitos y préstamos como porcentaje del PIB no volverían subir

En los meses recientes, los préstamos totales en pesos al sector privado prácticamente dejaron de crecer dado que los bancos privilegiaron la acumulación de liquidez. El crédito a familias comenzó a desacelerar a partir de este año, mientras que los préstamos a empresas vienen reduciendo su tasa de crecimiento en los últimos 2 años.

Los depósitos del sector privado en pesos como ratio del PIB están sufriendo un deterioro desde el año 2007 (gráfico 5) debido tanto a choques externos (crisis americana) como internos (conflicto agropecuario) que aumentaron el riesgo doméstico y provocaron una caída de la demanda real de pesos por sustitución al dólar, lo cual también explica la presión al alza de la tasa de interés analizada previamente.

Mirando hacia adelante, con una relación depósitos/PIB estancada o decreciente y en ausencia de otras fuentes de fondeo para los bancos, los préstamos no podrían seguir creciendo a las tasas de los últimos años. Su evolución estará mucho más ligada al ritmo de crecimiento de los depósitos y a las necesidades de liquidez de los bancos frente a una coyuntura que exige una política de crédito más cautelosa.

Desfase de tarifas y subsidios al sector energético y transporte

1. Magnitud del desfase en las tarifas

Usamos dos criterios para cuantificar la magnitud de los atrasos tarifarios en gas, electricidad y transporte, producidos desde la salida de la convertibilidad: a) suponer que las tarifas recuperan su atraso con relación al índice de precios al consumidor; b) asumir un ajuste más importante conforme al aumento de los precios internacionales de la energía.

El reajuste de tarifas por la inflación doméstica refleja un criterio de mínima donde se busca impedir un deterioro de las tarifas en relación al aumento de precios promedio de la economía. En cambio, al reajustarlas por los precios internacionales de la energía buscamos reflejar el costo marginal de un recurso escaso. En este caso, como no existe un único precio internacional por tratarse de un bien imperfectamente transable, se toman criterios de mínima y de máxima. Por ejemplo, en el caso del gas el criterio de mínima se basa en el precio del gas en boca de pozo en Argentina, aún por debajo del internacional, mientras que el criterio de máxima considera el precio de importación de gas de Bolivia.

Con relación a las tarifas residenciales de electricidad y gas natural existe una política explícita del Gobierno Nacional de segmentar los aumentos de precios redistribuyendo los costos económicos de generación y producción. En los últimos ajustes implementados hasta septiembre (no se toma en cuenta el reciente ajuste anunciado en las tarifas eléctricas de fines de octubre por no disponerse aún de los cuadros tarifarios correspondientes) se han dividido las categorías de consumidores residenciales por tramos de consumo, con incrementos superiores para los tramos más altos.

De lo anterior surge que el ajuste tarifario para los distintos servicios, siguiendo costos internos, oscila entre 64,5% y 169,9% lo que tendría un impacto de una vez en el nivel de los precios al consumidor entre el 9,7% y el 11,5%, de acuerdo a la ponderación de los consumidores.

El ajuste de tarifas siguiendo precios internacionales sería considerable por el fuerte aumento de precios del petróleo y el resto de energéticos. En la hipótesis de mínima, los incrementos llegan casi al 400% con un impacto en el IPC del 24,5%. En la hipótesis de máxima donde los precios se ajustan según los valores regionales de la energía (Bolivia y Brasil), los aumentos trepan por encima de un mil por ciento, lo que implica un impacto algo por encima del 50% en los precios al consumidor.

Resulta entonces que los años acumulados sin reajustar tarifas, sumado al aumento del precio internacional de los productos energéticos, han generando un atraso muy grande en las tarifas energéticas y de transporte que difícilmente puedan ser corregidas de una sola vez por su alto impacto inflacionario y efectos negativos sobre el clima social. Pero también sugieren la necesidad de iniciar un plan gradual de reajustes de tarifas para ayudar a contener la dinámica creciente de los subsidios.

Las últimas medidas del Gobierno constituyen un reconocimiento de la necesidad de ajustar las tarifas pero indudablemente, por lo que puede observarse en el cuadro 1, aún distan considerablemente de lo necesario. Una alternativa favorable para el logro de una mejora en las señales de precios de los sectores involucrados es la fuerte caída experimentada por el precio del petróleo crudo, con impacto directo sobre los costos del transporte y la generación eléctrica e indirecta por su relación con el precio del gas natural, con lo cual es de esperar que las brechas observadas en el cuadro anterior se vean reducidas.

Cuadro 1.

Atrasos acumulados en Tarifas de Servicios Públicos y su Impacto en el IPC

Variable	Acumulado Junio '08/Dic '01			Impacto s/IPC %
	Gas	Electricidad	Transporte	
Por Precios Internos (IPC)	68,1%	114,1%	99,7%	8,3%
Por Precios Internacionales (mínimo)	195,9%	1/ 295,4%	3/ 249,0%	5/ 21,5%
Por Precios Internacionales (máximo)	1094,0%	2/ 938,7%	4/ 249,0%	5/ 48,7%

1/ Ajuste por precio del gas en boca de pozo en el país.
2/ Ajuste por precio del gas importado de Bolivia.
3/ Ajuste por precio del gas en boca de pozo en el país (generación térmica) y para el resto el costo de la energía en Brasil.
4/ Ajuste por precio del gas importado de Bolivia (generación térmica) y para el resto el costo de la energía en Brasil.
5/ En el caso del ajuste de Transporte por precios internacionales en ambos escenarios se tomó el precio del barril de petróleo como proxy de fuel oil, teniendo en cuenta su participación en VAB y el resto por costo interno.
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés.

2. El impacto fiscal de los subsidios al sector energético y transporte

Los subsidios a sectores económicos comprenden las transferencias para financiar gastos corrientes y gastos de capital de sectores energéticos a los cuales, según lo visto anteriormente, se les imponen precios fijos o fuertemente regulados. Más recientemente se comenzó a distribuir subsidios al sector agropecuario, para amortiguar en su momento el impacto de la subida del precio internacional de los alimentos.

Los subsidios más importantes son aquellos destinados a financiar la importación de combustibles y energía y los destinados a los concesionarios de medios de transporte (trenes, subterráneos y transporte automotor) para mantener congelados los precios.

Estos subsidios se constituyeron en el principal impulsor del gasto primario durante el corriente año. Desde esta óptica, el mercado ha observado con preocupación la posibilidad de que este factor comprometa la solvencia fiscal del año próximo. Si bien los subsidios en su origen no representaban un riesgo, algunas variables como el atraso en el ajuste de las tarifas públicas y el aumento en el precio de los combustibles habrían potenciado su aumento hasta el 2do trimestre del año a tasas de 3 dígitos. Sin embargo, los datos del 3er trimestre están marcando cierta desaceleración teniendo en cuenta la reciente caída en los precios de petróleo y derivados (ver cuadro 2).

Cuadro 2.

Subsidios a sectores económicos

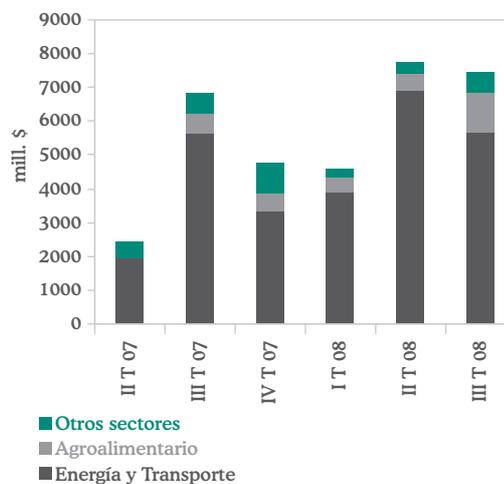
	Mill. de pesos		Variación	
	2007	Ene-Sep 08	2007/06	Ene-Sep 08/07
Subsidios	16.123	19.755	83%	74%
Sector Energético	8.331	12.053	107%	92%
Sector Transporte	4.219	4.427	125%	50%
Sector agroalimentario	1.181	2.111	—	229%
Otros	2.393	1.164	-17%	-23%
en % del PIB 1/	2,0%	2,5%		
en % del Gasto primario	11,7%	15,0%		

1/ Acumulado ene-sep del 2008 anualizado.
Fuente: ASAP

Mirando los datos por trimestre, surgen puntos interesantes:

El nivel de subsidios del 3er trimestre fue de \$ 7.435 millones (ver cuadro 3), cifra ligeramente inferior al del trimestre inmediato anterior por efecto de menores subsidios a la energía y transporte. Estos últimos estarían perdiendo peso relativo por la caída del precio de petróleo y derivados. Al mismo tiempo los subsidios al sector agroalimentario aumentan y comienzan a cobrar mayor importancia relativa.

Cuadro 3.
Subsidios a sectores económicos



Fuente: ASAP

Celeste González

celeste.gonzalez@bancofrances.com.ar

Jorge Lamela

jorge.lamela@bancofrances.com.ar

El precio de la Soja se aleja de los máximos

El gráfico 1 muestra la evolución del precio de la soja durante este año así como nuestras proyecciones para fines del 2008 y 2009.

Gráfico 1.
Evolución diaria del Precio de la SOJA Fob Ptos Argentinos



Fuente: SEE en base a datos de la Secretaría de Agricultura y Pesca (SAGyP).

La importante caída del precio de la soja de los meses recientes (en junio pasado cotizaba a 590 U\$S/ton y al cierre de este informe a 357 U\$S/ton) se debe en gran parte a factores financieros, caída de la posición especulativa y recuperación del dólar, como muestran los gráficos 2 y 3. También influyen las expectativas de un menor crecimiento mundial.

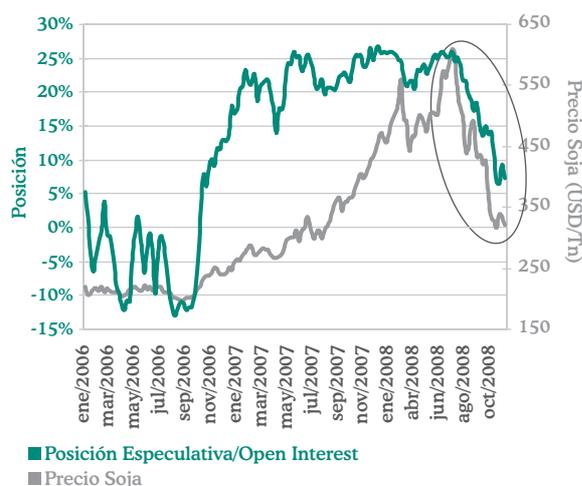
Para profundizar sobre las determinantes del precio de la soja trabajamos con dos tipos de modelos. Por un lado, considerando variables fundamentales como el nivel de inventarios, que resume el comportamiento de los niveles de producción y demanda esperados, como el crecimiento promedio de los 5 principales consumidores de soja (USA, China, Brasil, Argentina y Europa). Por otra parte, se considera un modelo que enfatiza el rol de variables financieras, que juegan un papel importante en los movimientos de corto plazo, como la posición especulativa (cociente entre posiciones netas no comerciales e "interés abierto" en los mercados de futuros de Chicago) y el nivel de tipo de cambio dólar/euro.

El rango de precios de la soja estimado para fines de este año y 2009 (ver Gráfico 1) recogen escenarios para los principales determinantes. El rango superior de estimación, a fines del año que viene, se basa en un crecimiento del PIB ponderado de 4,9% (2008) y 3,9% (2009) de los 5 principales países consumidores de soja, donde se destaca el crecimiento del PIB de China muy por encima de este promedio. En materia de inventarios se espera (ultimo informe del UDSA, Octubre 2008) una caída promedio del 3,4% el año que viene con respecto al año pasado. Cabe destacar que la proyección de los inventarios es muy volátil porque la

producción futura está muy influenciada por las condiciones climáticas.

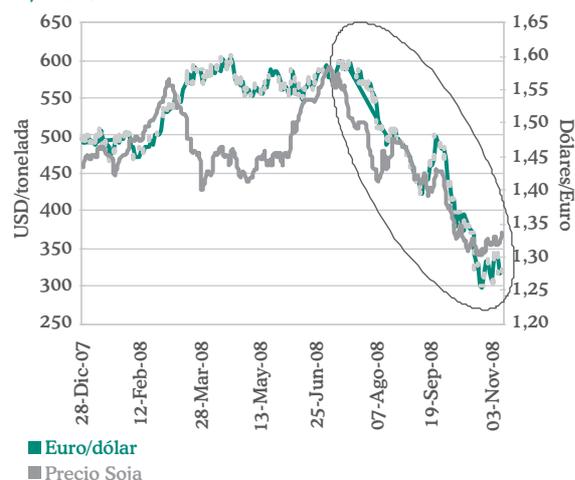
El rango inferior del pronóstico está particularmente influenciado por las variables financieras, donde suponemos que la posición especulativa tiende a cero hacia fines del año que viene (actualmente se ubica en torno a 10%) y que el dólar se fortalece para cotizar en el rango 1.20 / 1.15 por euro.

Gráfico 2.



Fuente: SEE en base a datos de la Secretaría de Agricultura y Pesca (SAGyP).

Gráfico 3.
Evolución del Precio Soja y la cotización Euro/Dólar



Fuente: SEE en base a datos de la Secretaría de Agricultura y Pesca (SAGyP).

Adriana Haring

Haring@bancofrances.com.ar

Pablo Gonzalez Ginestet

pablo.ginestet@bancofrances.com.ar

Argentina

INDICADORES ECONOMICOS BASICOS	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(e)	2009(e)
Actividad							
PBI Nominal (\$, miles de millones)	375,9	447,6	531,9	654,4	812,5	1.046,5	1.252,7
PBI Nominal (U\$S miles de millones)	127,1	151,2	181,0	211,6	258,9	331,9	366,5
PBI Real (Variación %)	8,8	9,0	9,2	8,5	8,7	6,9	1,9
Tasa de desempleo (promedio anual)	17,3	13,6	11,6	10,2	8,5	7,8	8,2
Precios							
PBI Deflactor (Var. % prom.)	10,9	9,2	8,8	13,5	14,1	20,5	17,6
IPC GBA (Var. %, fin de año)	3,7	6,1	12,3	9,9	8,5	8,0	13,0
Sector Externo							
Exportaciones (U\$S miles de millones)	29,6	34,6	40,4	46,5	55,8	73,5	67,5
Importaciones (U\$S miles de millones)	13,8	22,4	28,7	34,2	44,7	62,2	64,2
Balance Comercial (U\$S miles de millones)	15,7	12,1	11,7	12,3	11,1	11,3	3,3
Saldo Cuenta Corriente (U\$S miles de millones)	8,1	3,2	5,7	8,1	7,2	6,5	-1,2
Tipo cambio nominal libre (\$/U\$S, fin período)	2,98	2,98	3,03	3,08	3,16	3,33	3,93
Tipo cambio nominal de referencia (\$/U\$S, fin período)	2,96	2,97	3,01	3,06	3,14	3,30	3,90
Tipo cambio Real Bilateral (\$/U\$S, fin de período) 1a/	2,11	2,06	1,93	1,83	1,66	1,50	1,56
Tipo de Cambio Real Multilateral, (\$/U\$S, fin de período) 1b/	2,21	2,32	2,23	2,26	2,25	1,90	1,95
Deuda externa privada (U\$S miles de millones) 6/	59,0	55,3	48,4	47,8	52,7	58,2	n.d.
Sector Financiero							
Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	73,2	81,2	98,5	120,7	150,7	171,7	196,5
Depósitos sector privado Var. anual %	10,9	11,0	21,4	22,5	24,8	13,9	14,5
Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	30,7	38,6	52,6	74,3	104,3	127,0	145,6
Préstamos al Sector privado Var. anual %	-14,4	25,7	36,0	41,3	40,4	21,8	14,6
Tasa de interés Badlar Bcos Priv. Dep 30-35 días (fin año)	2,6	4,0	7,4	9,8	13,5	22,0	20,0
Reservas internacionales del BCRA (U\$S miles de millones) 3/	14,1	19,6	28,1	32,0	46,2	44,6	n.d.
Sector Público							
Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) 4/	8,7	17,4	19,7	23,2	25,8	36,6	26,8
Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) 4/	1,8	11,7	9,4	11,6	9,3	19,8	6,5
Deuda pública total (U\$S miles de millones) 5/	178,8	191,3	128,6	136,7	144,7	149,8	n.d.
Deuda pública moneda extranjera (U\$S miles de millones) 5/	135,8	138,4	66,5	71,2	76,4	78,0	n.d.
Deuda pública externa (U\$S miles de millones) 6/	105,9	115,9	65,4	61,0	70,8	70,5	n.d.

INDICADORES DE RIESGO (%)	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(e)	2009(e)
Cuenta Corriente/PBI	6,4	2,1	3,1	3,8	2,8	2,0	-0,3
Balanza Comercial/PIB	12,4	8,0	6,4	5,8	4,3	3,4	0,9
Exportaciones/PIB	23,3	22,8	22,3	22,0	21,5	22,1	18,4
Importaciones/PIB	10,9	14,8	15,8	16,1	17,3	18,7	17,5
Resultado fiscal primario/PBI	2,3	3,9	3,7	3,5	3,2	3,5	2,1
Deuda pública/PBI	140,7	126,5	71,1	64,6	55,9	45,1	n.d.
Deuda pública externa/PBI	83,3	76,6	36,1	28,8	27,4	21,2	n.d.

Notas:

1a/ Índice de TCR Bilateral que contempla el diferencial de inflación con USA. Base 1,00= dic. 01

1b/ Índice de TCR Multilateral que tiene en cuenta los principales socios comerciales de Argentina. Base 1,00= dic-01

Aumento (disminución) implica depreciación (apreciación)

2/ Total Sector privado, incluye pesos más dólares

3/ Reservas líquidas más oro, fin del período.

4/ Resultado Primario: Ingresos totales - Gastos corrientes y de cap.

Resultado Operativo: Resultado Primario- Intereses (a partir del 2005 incluye deuda restructurada).

5/ Deuda pública al 30/6/2008 (excluye holdouts). Sec. Financiamiento

6/ Según Estim. Balance de Pagos, fin del período. al 30/06/08. Fuente: Sec.de Política Económica.

BBVA Banco Francés - Servicio de Estudios Económicos

Contexto Internacional

Materias Primas (Promedio)							
	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Brent (USD/barril)	72,8	101,0	54,5	Oro (USD/troyoz.)	697,7	879	775,0
Cobre (USD/t)	7108,0	6994,0	3569,0	Soja (USD/ton)	317	458	342

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

América Latina								
Argentina	8,5	8,7	6,9	1,9	9,9	8,5	8,0	13,0
Brasil	3,7	5,4	5,2	2,5	3,1	4,5	6,3	4,8
Chile	4,3	5,1	4,3	2,3	2,6	7,8	8,9	4,8
Colombia	6,8	7,7	3,7	3,0	4,5	5,7	7,2	4,5
México	4,9	3,2	1,8	0,0	4,1	3,8	5,7	3,7
Perú	7,7	8,9	8,9	5,0	1,1	3,9	6,5	2,9
Venezuela	10,3	8,4	6,0	2,6	17,0	22,5	30,7	32,5
LATAM 1	5,4	5,6	4,4	1,8	5,0	6,0	8,1	7,0
LATAM Ex-México	5,7	6,6	5,5	2,6	5,4	7,1	9,0	8,4

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	-1,9	-1,2	-4,2	-3,7	-6,0	-5,2	-4,8	-4,2
UEM	-1,6	-0,7	-1,2	-2,4	0,1	0,4	-0,3	-0,1
Japón	-6,4	-6,2	-5,8	-5,1	3,9	4,8	3,3	2,8
China	-0,8	0,7	-1,4	-0,9	9,4	10,1	6,8	6,1

América Latina								
Argentina 2	1,8	1,1	1,9	0,5	3,8	2,8	2,0	-0,3
Brasil	-3,0	-2,2	-1,9	-2,0	1,6	0,6	-1,8	-1,5
Chile 2	7,8	8,8	5,8	2,9	4,9	4,5	-1,7	-1,9
Colombia	-0,8	-0,8	-1,0	-1,3	-2,2	-3,4	-2,0	-1,9
México*	-0,1	0,0	0,0	-1,8	-0,2	-0,6	-1,3	-3,1
Perú	2,1	3,1	2,5	0,1	3,0	1,4	-2,1	-3,0
Venezuela 2	2,1	4,5	0,0	-3,0	14,7	8,7	14,5	4,7
LATAM 1	-0,5	0,0	-0,2	-1,4	2,1	1,0	-0,2	-1,6
LATAM Ex-México	-0,3	0,3	-0,1	-1,1	3,0	1,6	0,2	-0,9

* Cambio metodológico a partir del 2009, al eliminar los requerimientos financieros de Pemex.
1 Media de los 7 países mencionados; 2 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	0,50	0,50
UEM (\$/€)	1,32	1,46	1,30	1,15	3,50	4,00	2,50	1,50
Japón (yenes/\$)	116,4	113,1	100,7	95,6	0,24	0,06	1,20	0,30
China (cny/\$)	6,12	7,47	6,93	5,31	1,70	4,80	6,40	3,40
América Latina								
Argentina	3,06	3,14	3,30	3,90	9,80	13,52	22,00	20,00
Brasil	2,15	1,78	2,30	2,10	13,25	11,25	13,75	12,75
Chile	530	499	634	603	5,25	6,00	8,25	5,25
Colombia	2261	2014	2329	2443	7,50	9,50	9,50	8,00
México	10,88	10,86	12,58	13,00	7,00	7,50	7,75	5,50
Perú	3,20	3,00	3,10	3,25	4,50	5,00	6,50	6,00
Venezuela	2,15	2,15	2,15	4,10	10,26	11,70	19,00	22,00

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 Jefe:

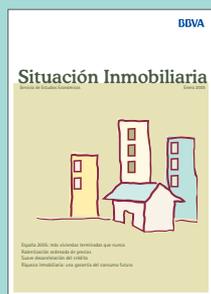
Europa y España
Europa: Miguel Jiménez
España: Julián Cubero

Escenarios Financieros y Económicos: Mayte Ledo
Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido
Tendencias Globales: David Tuesta
Escenarios Financieros: Daniel Navia
Análisis Sectorial: Ana Rubio

Estados Unidos y México: Jorge Sicilia
Estados Unidos: Nathaniel Karp
México: Adolfo Albo

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero
Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo
China: Li-Gang Liu
Asia ex China: Ya-Lan Liu
Sudamérica: Joaquín Vial
Argentina: Ernesto Gaba
Colombia: Juana Patricia Téllez
Chile: Miguel Cardoso
Perú: Hugo Perea
Venezuela: Oscar Carvallo

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.