

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2 / Nro. 8 - Cuarto trimestre 2006



Errores de estimación: subestimación del dinamismo de la demanda
Consistencia de la política monetaria, cambiaria y fiscal
Energía eléctrica: un balance ajustado

Indice

Fecha edición: 18 de Octubre de 2006

| | |
|--|----|
| 1. Editorial | 2 |
| 2. Entorno internacional | 3 |
| 3. Entorno Macroeconómico | 5 |
| Actividad Económica: Desaceleración muy en el margen | 5 |
| Recuadro: Errores en las proyecciones del PIB: el dinamismo de la demanda | 6 |
| Recuadro: Evolución reciente de la Inversión | 8 |
| Desacelera la inflación en el acumulado del año | 9 |
| El año 2006 volvería a cerrar cómodo en términos fiscales | 11 |
| El equilibrio del TCR se alcanzaría recién a fines de 2008 | 13 |
| Artículo: Consistencia de la política monetaria, cambiaria y fiscal | 16 |
| Artículo: Se enfrenta un balance muy ajustado en energía eléctrica para el 2007-2008 | 21 |
| 4. Entorno Monetario | 24 |

Han elaborado esta publicación:

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

1. Editorial

Revisando los pronósticos de los últimos 3 años: sesgo a subestimar el PIB pero bajo error en inflación y tipo de cambio

Nuestras previsiones, al igual que las del consenso, subestimaron sistemáticamente la tasa de crecimiento del PIB, por un exagerado pesimismo sobre las posibilidades de recuperación de la demanda interna en un ambiente post default, en ausencia de financiamiento externo y con un marco regulatorio incierto. Sin embargo, varios problemas se fueron resolviendo, por ejemplo, la reestructuración exitosa de la deuda soberana en cesación de pagos, alentando la confianza y la mejora del consumo (también beneficiado por el incremento de la masa salarial) y de la inversión (aún en ausencia de grandes proyectos). Esta experiencia nos enseña que el fuerte superávit fiscal y del sector externo permitió eludir las restricciones de oferta, por ejemplo, reduciendo las exportaciones o incrementando las importaciones. No obstante, los márgenes de política económica se van reduciendo y a largo plazo se requiere consistencia entre la política fiscal (manteniendo el superávit en las cuentas públicas), monetaria (tasa real de interés positiva) y cambiaria (evitar las sobre y subvaluaciones de la moneda), como se expone en el artículo “Consistencia de la política monetaria, cambiaria y fiscal”, publicado en este número.

En materia de inflación y de tipo de cambio nuestros pronósticos fueron más acertados y sin sesgo sistemático, tal vez por contar con mayores estudios de estas variables y con mayor frecuencia en la información disponible.

El stock de capital productivo es suficiente para sostener el crecimiento?

La relación inversión/PIB alcanzó en el primer semestre de 2006, niveles cercanos a los máximos de la Convertibilidad. Sin embargo, la participación de la inversión en equipo durable dentro del total (38%) aún se encuentra significativamente por debajo del pico registrado en 1998, con una importante caída en la proporción de equipo nacional. El abaratamiento relativo del factor trabajo y la desconfianza hacia los activos financieros que siguieron a la devaluación y la crisis bancaria estimularon la construcción en detrimento de la inversión en maquinaria.

La falta de nuevas inversiones se hace particularmente notoria en el campo de la energía eléctrica donde la última central termoeléctrica incorporada al sistema interconectado data del 2001. La oferta no ha acompañado al dinamismo de la demanda de electricidad debido a las múltiples incertidumbres regulatorias, en especial el retraso de las tarifas residenciales. El cuadro de oferta y demanda actual luce muy ajustado y aunque en promedio no deberían producirse problemas durante 2007, un pico de consumo puntual, originado en factores climáticos, podría hacer que la demanda supere la capacidad de generación actual, teniendo en cuenta las restricciones técnicas.

La política monetaria del BCRA logra desacelerar el crecimiento de los agregados monetarios a pesar de la fuerte intervención cambiaria

La política monetaria tuvo un carácter más restrictivo durante 2006 lográndose una expansión de los agregados monetarios, en particular el M2 objetivo de la meta, claramente inferior a la del año pasado. El objetivo de acumulación de reservas y la presión que resultó de reponerlas luego de la cancelación de deuda con el FMI, incrementó la intervención cambiaria y la expansión de base monetaria. Sin embargo, el BCRA introdujo subas en las exigencias de efectivo mínimo produciendo una baja en el multiplicador del dinero y, como contrapartida, una menor necesidad de esterilización.

De cara al 2007 y con la demanda de dinero estabilizada en términos del PIB, en la medida que continúe el dinamismo en préstamos, habría mayor presión sobre el mercado de tasas de interés bancarias, a menos que el Banco Central baje su necesidad de absorción ya sea flexibilizando la meta monetaria o el tipo de cambio.

Como se comenta en esta publicación, la política cambiaria que mantiene el peso depreciado produjo un cambio estructural a favor de las exportaciones. Con un crecimiento de los volúmenes aún modesto, el aumento de 34% promedio anual en los ingresos de los exportadores estuvo dominado por el incremento del tipo de cambio real (20% promedio anual) y en menor medida por la mejora de precios internacionales (5% anual).

2. Entorno internacional

Sigue la expansión y se diversifica geográficamente

La economía mundial continúa su expansión, con una tasa de crecimiento que se mantiene en torno al 5%. Además, y a diferencia de otros ciclos, el crecimiento actual se sustenta en una base geográfica cada vez más extensa: junto a la fortaleza que está mostrando la recuperación de Europa, el comportamiento de los principales mercados emergentes sigue sorprendiendo favorablemente, llevando a revisiones positivas del crecimiento esperado para final de año. Nuestras previsiones han sido modificadas al alza en China, el Área Euro y América Latina en 1,4 puntos, 0,5 y 0,3, respectivamente, durante el último semestre, siendo la excepción Estados Unidos, para la que hemos mantenido la tasa de avance del PIB en el 3,3%. En general, como muestran también las predicciones del FMI (ver gráfico adjunto), el dinamismo mundial se mantendrá sólido en próximos trimestres, más de lo que se preveía a comienzos de 2006.

Con esta amplia base geográfica respaldando el crecimiento global, nos encontramos ante la mayor fase expansiva mundial desde la década de los setenta. Factores como el desarrollo tecnológico, la globalización de la economía mundial, de los mercados y de los sistemas financieros, están favoreciendo el actual contexto. En este ciclo además los riesgos inflacionistas han estado acotados, a pesar de haber coexistido con el alza en el precio de materias primas y con tasas de interés reales extraordinariamente bajas. Por estas razones, si reparamos tanto en la aparente reversión de la tendencia alcista en el primer caso, como en el giro de política monetaria en la OCDE hacia tasas neutrales, el riesgo de repuntes de la inflación se mantendrá relativamente bajo control.

Sin embargo, la continuación de esta senda de crecimiento global depende, en gran medida, de que el crecimiento en las regiones más dinámicas sea relativamente inmune a la moderada desaceleración que ya se manifiesta en EE.UU. De hecho, y como detallamos a continuación, es en este país donde observamos las mayores incertidumbres en los próximos meses.

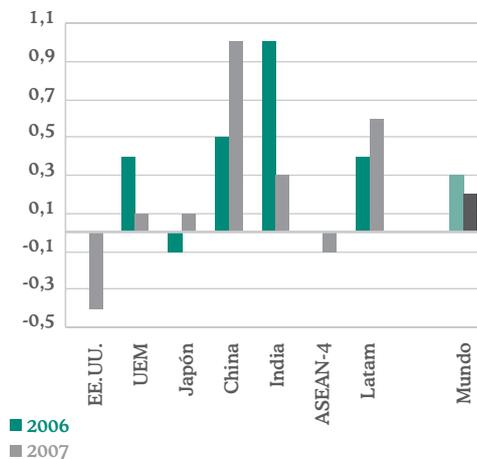
Cambian las incertidumbres para la economía mundial...

Una de los acontecimientos más significativos desde finales del tercer trimestre ha sido la bajada generalizada de los precios de materias primas, que entre otras ha afectado al gas, cobre, aluminio, zinc, níquel y petróleo. Si nos concentramos en este último, se han producido importantes cambios en algunos de los factores que durante los últimos meses propiciaron la revalorización de esta materia prima.

Repasemos algunos de estos factores. Por un lado, la relativamente benigna temporada de huracanes en el Golfo de México ha eliminado la posibilidad de fuertes interrupciones del suministro en esta zona, a diferencia de lo ocurrido en 2005. Y por otro lado, el respiro que los riesgos geopolíticos han dado a los precios es especialmente importante, al encontrarnos con avances diplomáticos en las tensiones en Oriente Medio, y considerando que los recientes acontecimientos en Corea del Norte no esperamos que impacten en el mercado. En septiembre, Israel completó la retirada de tropas de Líbano, asumiendo la principal resolución dictada por la ONU para atajar el conflicto. El otro riesgo político que ha influido sobre las expectativas de precios de petróleo, la disputa que enfrenta a EE.UU. e Irán sobre la energía nuclear, también parece remitir, aunque el ensayo nuclear coreano podría enrarecer la negociación. En este caso, si bien nos encontramos lejos de una solución arbitrada como la que ha puesto fin al reciente enfrentamiento entre Líbano e Israel, parece que Washington tiende cada vez más a desechar una salida militar al conflicto. Con el petróleo en torno a los 60 dólares, el riesgo para la economía global derivado de un *shock* de precio es hoy considerablemente menor que hace unos meses. Por lo tanto aumenta la probabilidad del escenario base que implicaría precios en promedio de casi 66,5 dólares en 2006 y de 58,2 dólares el barril en 2007, comportamiento que encontraría soporte en un escenario de menor dinamismo en el crecimiento mundial. En definitiva, se esperaría estabilidad de los precios en torno a los niveles alcanzados a finales de septiembre.

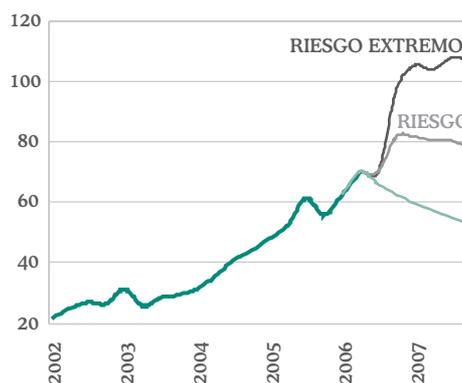
Este contexto no implica la ausencia de riesgos para la economía mundial, ya que hay otros factores de incertidumbre que han cobrado protagonismo recientemente.

Revisión del crecimiento previsto por FMI de abril a septiembre de 2006 (puntos porcentuales)



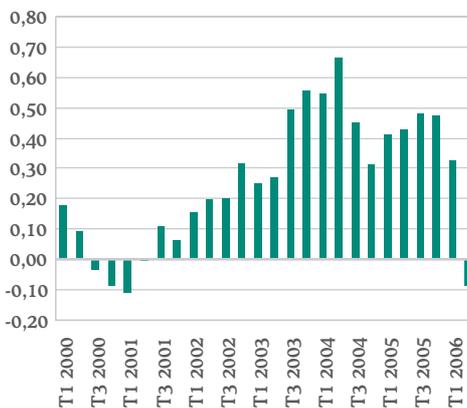
Fuente: FMI

BBVA: Escenarios de petróleo



Fuente: BBVA

EE.UU.: Contribución Inversión Residencial al PIB (pp)



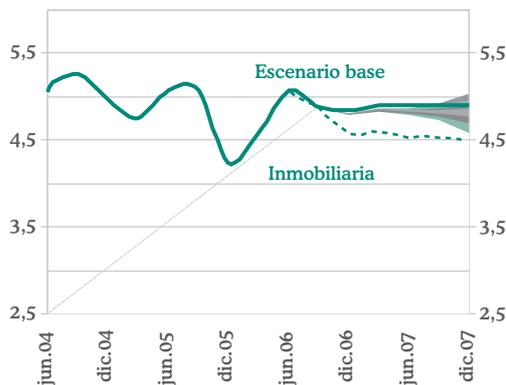
Fuente: Estadísticas Nacionales

Beneficios empresariales como porcentaje de PIB



Fuente: BBVA y datos federales EE.UU.; área sombreada=recesión

EE UU: Tasas de interés a 10 años



Fuente: BBVA

Escenario Central: Crecimiento del PIB por regiones

| | 2005 | 2006 | 2007* |
|--------|-------|-------|-------|
| EE.UU. | 3,5% | 3,3% | 2,8% |
| UEM | 1,4% | 2,5% | 2,2% |
| China | 10,2% | 10,4% | 9,5% |
| Latam | 4,4% | 4,8% | 4,0% |
| Mundo | 4,9% | 4,9% | 4,6% |

Fuente: BBVA (*Previsión)

De éstos, el ajuste del sector inmobiliario en EE.UU. es sin duda el más importante. En el escenario base, cabría esperar que la economía estadounidense moderase paulatinamente su ritmo de crecimiento. La inversión residencial tendría una aportación negativa por primera vez desde 1995, y el consumo se moderaría paulatinamente, a medida que cuente con un menor soporte derivado de las ganancias de renta y de riqueza que ha supuesto el aumento de los precios de la vivienda en los últimos años. Sin embargo, la economía seguiría creciendo próxima al nivel potencial, alcanzando una tasa en el entorno del 2,8% en 2007. Por un lado, el crecimiento del resto del mundo y la depreciación acumulada del dólar están permitiendo que las exportaciones netas tengan una aportación positiva al crecimiento por primera vez desde 1995. Por otro, la inversión no residencial mantiene un tono positivo, apoyada por los elevados beneficios empresariales, los altos niveles de liquidez y los bajos niveles de pagos de intereses en un entorno en el que las condiciones globales de financiación siguen siendo muy favorables.

La respuesta más probable de la autoridad monetaria a esta situación económica será un mantenimiento de las tasas oficiales en niveles del actual 5,25% durante un periodo prolongado de tiempo. Hay varias razones para ello. En primer lugar, la inflación se va a moderar, pero seguirá cerca de la parte alta del rango deseado por la Reserva Federal. En segundo lugar, la moderación de la actividad va a ser limitada. La economía cuenta con soportes internos y externos para enfrentar una desaceleración de la inversión residencial. En tercer lugar, tras un periodo de notable liquidez en todo el mundo, los bancos centrales van a ser cautelosos a la hora de reducir sus tasas de interés oficiales. Las condiciones monetarias no están en zona restrictiva en EE.UU. y las expectativas de consumidores y empresarios parecen relativamente ancladas. En este entorno, las tasas de largo plazo tienen un recorrido limitado, con un margen de subida hasta el 5%, cifra de referencia en el caso en que frente a la actual expectativa del mercado de reducción de tasas en 2007 se consolidara la idea de tasas oficiales estables. Los flujos de capital, por su parte, siguen mostrando un notable dinamismo, y el interés comprador por activos de EE.UU. se ha reactivado, tanto por parte de los bancos centrales como de agentes privados, lo que también pone límites al aumento de rentabilidades de largo plazo.

...pero su probabilidad se mantiene contenida

El escenario de riesgo al que se enfrenta la Reserva Federal, sin embargo, es el de un menor crecimiento a través de un mayor ajuste de la inversión residencial y del consumo privado, y que llevaría a tasas próximas al 2%. En todo caso la probabilidad es limitada. Las experiencias recientes de ajustes del sector residencial en países como Reino Unido o Australia muestran que el impacto sobre el conjunto de la economía no es elevado y tanto las ganancias en términos de renta o empleo en los últimos años, como la reducción estructural de las tasas de interés justifican en gran medida que los niveles de precios de la vivienda sean elevados y no experimenten ajustes prolongados. Ahora bien, si la probabilidad de este escenario aumentase, la Reserva Federal podría intentar “comprar un seguro” frente al bajo crecimiento, reduciendo sus tasas de interés oficiales hacia tasas de al menos el 4,5% en 2007, lo que llevaría las tasas a 10 años a niveles en el entorno del 4,3%.

Además de circunstancias que pueden limitar los efectos del ajuste inmobiliario sobre el resto de la economía estadounidense, también aparecen dudas sobre el alcance para la economía mundial. El actual proceso de globalización ha traído en algunos casos una reorientación de los flujos comerciales. En el caso de Asia, se observa una tendencia a un crecimiento cada vez más endógeno, intensificando los lazos comerciales intra-regionales, y en detrimento del peso relativo de EE.UU. en las exportaciones asiáticas. Por otro lado, la situación macroeconómica de los mercados emergentes es en general muy satisfactoria, con varios países en situación de superávit por cuenta corriente, y acumulación de reservas, que conforman un perfil macroeconómico mucho menos vulnerable que el característico de las crisis financieras de la década pasada. Europa, por su parte, alcanzaría en 2006 un crecimiento del 2,5%, superior a las expectativas que se tenían sobre esta área. Debe destacarse la recuperación de la demanda interna, apoyada por la buena situación empresarial y la recuperación de la confianza de empresarios y consumidores. En este contexto, los tasas de interés oficiales alcanzarían en esta área niveles del 4% a mediados de 2007, mientras que el euro mantendría su relativa fortaleza frente al dólar, situándose en niveles próximos a los actuales, esto es, cerca de 1,30.

3. Entorno Macroeconómico

Actividad Económica: Desaceleración muy en el margen

Las cifras del PIB del primer semestre del año señalan que la actividad económica mantiene un marcado dinamismo (8,3% respecto a igual periodo del año anterior), a pesar de exhibir una ligera desaceleración respecto a las tasas registradas en el primer semestre del pasado año.

El ritmo de expansión (interanual) comentado es el resultado de tasas de crecimiento marginales (medidas en series desestacionalizadas) que muestran caídas poco significativas respecto a las observadas (en promedio) durante los dos años anteriores (1,8% respecto a 2,2%). Sobre este punto merece señalarse que luego de la desaceleración registrada durante el primer trimestre (1,5% según las nuevas cifras corregidas), el segundo trimestre alcanzó nuevamente las tasas observadas durante los años precedentes.

El componente más dinámico del PIB continúa siendo la Inversión Bruta Fija que durante el primer semestre da cuenta de un crecimiento del 20%, tasa similar a la del mismo período del año anterior, logrando alcanzar una relación a PIB del 20,2% (ver recuadro sobre la Dinámica de la Inversión).

Por otro lado, el Consumo privado mantiene su participación en el PIB (66%) debido a que en los primeros seis meses del año creció a una tasa similar a la del Producto. El dinamismo mostrado por el Consumo responde al aumento de la masa salarial. La mejora en la masa salarial se da como resultado de dos factores: i) el incremento en el nivel de ocupación y ii) en el salario real, este último a partir de las negociaciones salariales que se efectivizaron principalmente en el segundo trimestre, lo cual concuerda con el mayor aumento marginal de la variable analizada.

Donde si se verifica una disminución es sobre las exportaciones netas, que se ven influenciadas por la importante desaceleración en el ritmo de las exportaciones como consecuencia de la mala performance de las cosechas del complejo cerealero, las restricciones impuestas sobre la exportación de carne bovina, y la disminución de las ventas de petróleo crudo con el fin de abastecer al mercado interno (ver comentario de Balanza Comercial).

Al analizar el comportamiento de la actividad por el lado de la oferta se observa que los sectores más dinámicos durante el primer semestre son el de Construcción y el de Intermediación Financiera, este último se encuentra asistiendo a su tardía recuperación luego de la crisis de 2002. Entre los sectores que se encuentran en un segundo pelotón ubicamos a la Industria Manufacturera que incrementa su crecimiento al 9,5%, y el sector Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones cuyo comportamiento es resultado de la mayor actividad y principalmente del incremento en las comunicaciones de equipos celulares.

En 2007, la inversión seguirá liderando el crecimiento

Actualmente estamos previendo que los datos de PIB referentes al segundo semestre del año mantendrán un ritmo de expansión (medido sobre la serie ajustada por estacionalidad) similar a la tendencia registrada durante los últimos trimestres, es decir incrementos del orden del 2,0% trimestrales. En este sentido, los indicadores parciales de oferta disponibles a la fecha señalan que la actividad económica mantiene su dinamismo apoyada principalmente por la Construcción y en menor medida por la Industria Manufacturera. Asimismo, el consumo privado (inferencia que surge de la evolución de la estadística de supermercados, centros de compra y servicios públicos), continúa apoyando la expansión de la demanda agregada.

Si el PIB exhibiera este comportamiento en el margen, la actividad económica cerraría el corriente año con un crecimiento al 8,1% anual.

En lo que respecta al próximo año, nuestra actual proyección de crecimiento del PIB se establece en torno al 6,8%. La estimación se basa en la hipótesis de que los incrementos marginales exhibirían una paulatina desaceleración respecto a los recientes alcanzando en promedio aumentos trimestrales del 1,4%.

Según nuestras previsiones, la inversión continuará siendo el componente más dinámico, y este comportamiento le permitirá alcanzar una participación en el PIB del 22,5% en el promedio del año 2007. Asimismo, esperamos que las exportaciones recuperen parte del dinamismo perdido durante el 2006, y que el crecimiento del Consumo privado se ubique ligeramente por debajo del PIB, de tal forma que una vez más pierda participación frente a este.

Evolución del PIB

Serie en pesos a precios de 1993

| | var. a/a serie original | var. t/t serie desest. |
|--------|----------------------------|---------------------------|
| I'05 | 8,0% | 1,6% |
| II'05 | 10,4% | 2,6% |
| III'05 | 9,2% | 2,6% |
| IV'05 | 9,0% | 1,9% |
| 2005 | 9,2% | - |
| I'06 | 8,8% | 1,5% |
| II'06 | 7,9% | 2,1% |

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

Proyección de la evolución del PIB

| | Arrastre estadístico | Crecimiento Trim. marginal | Proyección del PIB |
|------|-------------------------|-------------------------------|-----------------------|
| 2004 | 3,7% | 2,2% | 9,0% |
| 2005 | 3,6% | 2,2% | 9,2% |
| 2006 | 3,4% | 1,9% | 8,1% |
| 2007 | 3,0% | 1,4% | 6,8% |

Fuente: Estimaciones del BBVA - Banco Frances

Evolución de la Oferta y Demanda Global

series a precios de 1993 - variaciones en porcentajes

| | Cons. priv. | Inversión | Expo. | Impo. | PBI |
|----------|-------------|-----------|-------|-------|------|
| 2005 | 8,9% | 22,7% | 13,5% | 20,1% | 9,2% |
| 2006 (e) | 7,8% | 15,5% | 5,0% | 13,0% | 8,1% |
| 2007 (e) | 6,1% | 12,0% | 8,0% | 11,0% | 6,8% |

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales y elaboración propia

Errores en las proyecciones del PIB: el dinamismo de la demanda

Durante el período posterior a la crisis de la primera parte del año 2002 la actividad económica exhibió una marcada recuperación que se extiende hasta nuestros días. En los años recientes el PIB registró en promedio tasas de crecimiento que superan el 9% anual ubicándose un punto por encima de la mayor expansión registrada durante la Convertibilidad (8,1% en 1997).

A pesar de la dinámica comentada, las proyecciones de crecimiento del PIB de consenso (medido a partir del dato publicado por el BCRA y obtenido del relevamiento de expectativas de mercado – REM) y nuestras propias estimaciones siempre se establecieron por debajo del nivel efectivamente registrado.

Proyecciones y dato observado del crecimiento del PIB

| | Consenso (1) | BBVA - BF (2) | Observado (3) |
|------|--------------|---------------|---------------|
| 2004 | 6,50% | 7,0% | 9,0% |
| 2005 | 5,80% | 6,3% | 9,2% |
| 2006 | 6,90% | 7,0% | 8,3% |

Fuente: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) - BCRA

(1) Corresponde al dato de la primera semana de cada año del Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA.

(2) Corresponde al dato informado por el BBVA-BF a la REM al BCRA durante la primera semana de cada año.

(3) el dato del año 2006 corresponde al crecimiento del 1er. sem.

En nuestra opinión, los errores de estimación señalados se producen como consecuencia de una visión donde se esperaba que la demanda mostrara un dinamismo menor al observado, más que por una limitación desde el lado de la oferta.

Los tres años de recesión previos a la crisis y la drástica caída del PIB en el 2002 abrieron una importante brecha de producto que hubiese permitido en los años subsiguientes un importante aumento del producto aún sin mediar el incremento de los factores de producción (stock de capital y trabajo) y de la productividad conjunta de los mismos (PTF) verificado. De esta forma, estaba más o menos claro que la oferta no representaba un factor que impidiera lograr crecimientos a las tasas que efectivamente se registraron.

En consecuencia, entendemos que la mayoría de los analistas económicos entre los que nos incluimos proyectaron niveles de crecimiento por debajo de los observados atendiendo a una restricción por el lado de la demanda. En este sentido al hacer sus proyecciones los analistas contemplaron una serie de factores que desfavorecerían un mayor dinamismo de la demanda, más específicamente de la demanda de consumo y de inversión, a saber:

- un desfavorable clima de negocios luego de la crisis
- un bajo nivel de confianza en el gobierno y del consumidor
- un muy limitado acceso al crédito bancario
- el default sobre la deuda pública
- una comprometida situación en materia de abastecimiento de energía

En la práctica muchos de los factores de riesgo que se atisban fueron paulatinamente encontrando solución generando un marcado impulso de la demanda. A la fecha podemos señalar que restaría resolver la cuestión referente al abastecimiento

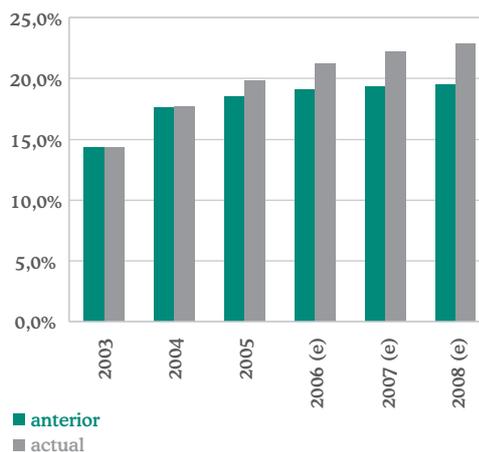
energético y las distorsiones generadas en materia de precios de algunos servicios públicos.

¿Cómo impacta el mayor crecimiento de la inversión sobre el PIB potencial?

Como comentamos, la mayor velocidad de recuperación esta ligada a una mayor expansión de la demanda por inversión y consumo. Ahora bien, el mayor crecimiento de la inversión no solo tiene impacto sobre el nivel de PIB contemporáneo sino que también repercute en los niveles de Producto potencial de los próximos años en la medida que acrecienta el stock de capital.

Según nuestras estimaciones más recientes la relación inversión a PIB podría alcanzar al 23%, esto significa una diferencia de 3 puntos porcentuales respecto a nuestra anterior previsión. Esta diferencia en lo que hace a la inversión permitiría alcanzar un crecimiento promedio del stock de capital en el largo plazo del orden del 4% que prácticamente duplica nuestra antigua proyección, la cual se encontraba algo por encima del 2%.

Estimaciones de la relación Inversión / PIB



Fuente: Servicio de Estudios del BBVA - Banco Frances en base a datos propios

Las nuevas presiones de expansión del stock de capital unidas a los antiguos supuestos respecto al crecimiento de la Población económicamente activa (PEA) y la Productividad total de los factores (PTF) nos permiten incrementar nuestra estimación de crecimiento potencial del PIB anual del 3,2% al 4%.

¿Cuál fue la performance de las proyecciones de las variables nominales?

Además del comentario respecto a los errores de estimación que se verificaron en el PIB nos parece interesante señalar brevemente la performance que tanto el consenso de analistas (siempre medido a partir del dato publicado por el BCRA en base al REM) como nosotros han tenido respecto a las variables nominales.

Para esto examinamos nuevamente las previsiones de Inflación y del Tipo de cambio (nominal) del REM para los últimos tres años informadas a principios de cada uno de estos, y las comparamos con los valores observados (para el 2006 se usa la información disponible a fines de septiembre último).

Proyecciones y dato observado del IPC

| | Consenso (1) | BBVA - BF (2) | Observado (3) |
|------|--------------|---------------|---------------|
| 2004 | 7,50% | 6,9% | 6,1% |
| 2005 | 7,10% | 8,0% | 12,3% |
| 2006 | 12,30% | 12,0% | 10,7% |

Fuente: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) - BCRA

(1) Corresponde al dato de la primera semana de cada año del Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA.

(2) Corresponde al dato informado por el BBVA-BF a la REM al BCRA durante la primera semana de cada año.

(3) el dato del año 2006 corresponde al interanual del mes de agosto

En lo relacionado al índice de precios al consumidor – IPC, no se produjeron errores sistemáticos, tanto el consenso como nosotros subestimamos la inflación en el 2005 mientras que todo parece indicar que vamos a sobrestimar la de corriente año.

En tanto que nuestras las previsiones de tipo de cambio nominal han exhibido un pequeño sesgo a sobreestimarlos, al igual que las del consenso de analistas, salvo en las que refieren a este año.

Proyecciones y dato observado del Tipo de cambio de referencia

| | Consenso (1) | BBVA - BF (2) | Observado (3) |
|------|--------------|---------------|---------------|
| 2004 | 3,00 | 3,00 | 2,98 |
| 2005 | 3,07 | 3,10 | 3,03 |
| 2006 | 3,07 | 3,15 | 3,10 |

Fuente: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) - BCRA

(1) Corresponde al dato de la primera semana de cada año del Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA.

(2) Corresponde al dato informado por el BBVA-BF a la REM al BCRA durante la primera semana de cada año.

(3) el dato del año 2006 corresponde al promedio del mes de septiembre

La pregunta relevante es porqué, por lo menos en lo que respecta a nuestro caso particular tuvimos un sesgo pesimista en materia de crecimiento, según explicamos anteriormente, mientras que en las variables nominales las predicciones fueron más acertadas.

Una posible explicación es que actualmente contamos con métodos más desarrollados para el análisis y el seguimiento de las variables nominales (modelos de inflación, de tipo de cambio real de equilibrio, etc.), mientras en el caso del PIB real hay más problemas estructurales para identificar sus determinantes. Adicionalmente, se debe tomar en cuenta que los datos de las variables mencionadas están disponibles con una frecuencia más alta (diaria a mensual), mientras que la información del PIB se dispone con menor frecuencia (trimestral) y mayor atraso, de modo que los posibles errores de estimación tienen un proceso de corrección más lento.

Rodrigo Falbo

rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar

Evolución reciente de la Inversión

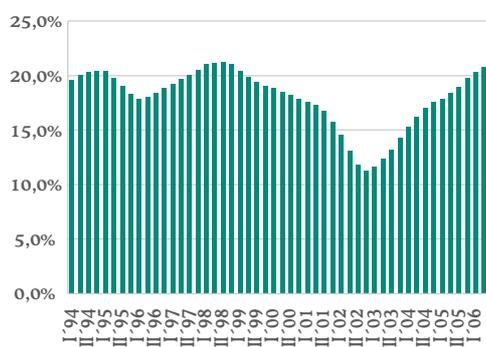
El impacto de la crisis del año 2002 originó que la relación Inversión a PIB durante ese año cayera a 10,5%, valor que representó el nivel más bajo de los últimos 25 años, incluyendo en este período el de la hiperinflación de fines de los años '80.

Sin embargo, la buena performance de la variable inversión durante los últimos 16 trimestres (ver recuadro "Errores en la estimación de crecimiento del PIB..." de esta publicación) permitió que la relación a PIB se elevara durante la primera parte del año al 20%. Esta marcada recuperación cuenta con importantes implicancias sobre las posibilidades de crecimiento futuro, debido a que un mayor nivel de inversión repercute en un mayor stock de capital, y este en el mediano plazo redundará en la posibilidad de alcanzar niveles de actividad más elevados.

fecha no se recuperó la participación de equipo durable en la inversión. En primer lugar muchos inversores consideraron a los bienes inmuebles como activos con un rendimiento aceptable, pero con un riesgo inferior al percibido en los activos financieros. En segundo lugar, el actual modelo incentiva a un uso más intensivo del factor trabajo debido al abaratamiento relativo de este respecto al de los bienes de capital.

Al analizar la dinámica de la inversión de equipo durable según su procedencia puede notarse que durante los últimos años el equipo durable de origen nacional ha perdido participación relativa frente al de origen importado. La marcada contracción de las importaciones durante el 2002 generó un incremento en la participación del equipo de origen nacional, sin embargo la paulatina recuperación del financiamiento externo y la flexibilización de los controles relacionados con los movimientos de divisas, sumado a la corrección parcial de over-shooting del tipo de cambio real, restablecieron las importaciones de bienes de capital haciendo que su participación en el total de inversión de equipo durable se ubique aún por encima de los niveles máximos registrados durante la Convertibilidad.

Evolución de la relación Inversión / PIB promedio móvil últimos 4 trimestres

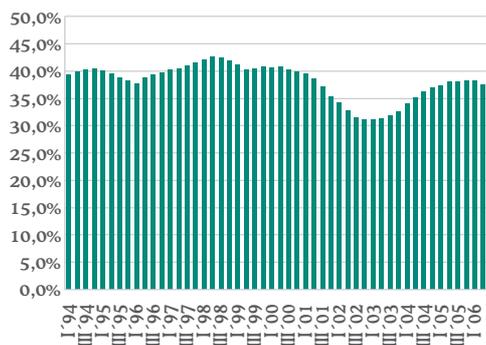


Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

No obstante lo anterior, es interesante analizar la evolución seguida por los dos componentes de la inversión: i) la inversión en Construcción y ii) la inversión en Equipo durable. La participación de estos dos componentes en el total de la inversión puede ser considerada como una medida de la calidad de la inversión realizada, ya que en general mayor inversión en equipo durable permitirá una mayor expansión de la oferta de actividad.

A pesar de la desaceleración exhibida puntualmente en el último trimestre por la inversión en equipo durable, la cual se encuentra influenciada por el buen desempeño registrado durante el mismo período del año anterior, la participación de este componente (en el total de la inversión) ha venido acrecentándose hasta alcanzar el 38%, es decir 4 puntos porcentuales por debajo del pico registrado en 1998.

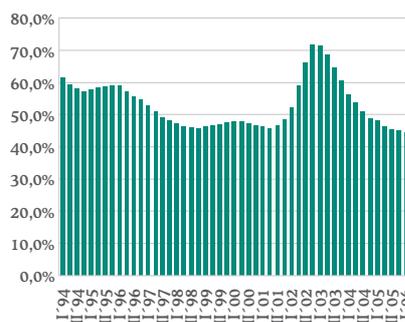
Participación de Equipo Durable en la IBIF promedio móvil últimos 4 trimestres



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

El cambio de precios relativos producido luego de la salida de la Convertibilidad y las incertidumbres que aún persisten respecto al actual modelo económico, pueden ayudar a explicar por qué a la

Participación de Equipo Durable Nacional en el total de Equipo Durable promedio móvil últimos 4 trimestres



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

Sobre este punto merece realizarse una consideración especial, a pesar de lo que podría haber sido esperado, la devaluación real del tipo de cambio a la fecha no pudo favorecer la sustitución de equipo durable importado por el de origen nacional. En nuestra opinión la industria nacional de bienes de capital, a pesar de los incentivos generados por la devaluación hasta el momento no ha generado las capacidades tecnológicas necesarias para avanzar sobre ciertas líneas de productos. Sirva como ejemplo, lo ocurrido con dos bienes arquetípicos: computadoras y teléfonos celulares, que durante los últimos años han mantenido, o en el caso de teléfonos celulares incrementado, su participación en el total de bienes de capital importado.

Porcentaje de participación de Computadoras y Telefonos celulares en el total de los Bienes de Capital Importado

| | Computadoras | Tel. Celulares | Suma |
|------|--------------|----------------|-------|
| 1997 | 9,7% | 8,9% | 18,6% |
| 1998 | 9,5% | 8,4% | 17,9% |
| 1999 | 11,3% | 9,2% | 20,5% |
| 2000 | 13,4% | 15,5% | 28,9% |
| 2001 | 15,2% | 6,9% | 22,1% |
| 2002 | 9,3% | 2,6% | 11,9% |
| 2003 | 13,0% | 6,6% | 19,6% |
| 2004 | 9,6% | 17,2% | 26,8% |
| 2005 | 10,1% | 17,2% | 27,3% |

Fuente: elaboración propia en base a información del Indec
Nota: las participaciones corresponden a las partidas a cuatro dígitos de nomenclatura 8471 y 8525.

Desacelera la inflación en el acumulado del año

La inflación acumulada durante los primeros 9 meses del año alcanza al 7,1%, de esta forma se registra una desaceleración (-20%) respecto al 8,9% de aumento registrado por los precios minoristas durante el mismo período del año anterior. Este comportamiento es el resultado de un menor nivel tendencial, ya que durante el corriente año el promedio mensual de incremento del IPC fue de 0,75%; mientras que en el acumulado del 2005 hasta el mes de septiembre éste era 0,2 puntos porcentuales mayor.

El principal factor que explica la comentada desaceleración en la tendencia es la dinámica seguida por el rubro Alimentos y Bebidas que muestra aproximadamente la mitad del incremento registrado durante los primeros 9 meses del 2005 (2006: 5,8% vs. 2005: 12,2%), con una incidencia sobre el índice general de 2 puntos porcentuales menos.

A su vez este resultado está marcadamente influido por la evolución del subrubro Carne vacuna, que debido a las restricciones a la exportación impuestas por el Gobierno a partir del segundo trimestre del año revierte el signo de su tendencia y se hace negativo. La disminución en el precio del rubro carne vacuna permitió contener la expansión del rubro Alimentos y bebidas a partir del mes de abril, y debido a la alta ponderación que éste tiene en el índice (4,5%), se verificó un significativo impacto negativo sobre el IPC.

Sobre este punto es interesante señalar que las recientes flexibilizaciones permitidas por el Gobierno sobre las comentadas restricciones a la exportación podrían ser la causa de un cambio de comportamiento en el precio del rubro que se comienza a percibir durante los dos últimos meses.

Un segundo rubro que ayuda a explicar la desaceleración de la tendencia del IPC respecto a la del año anterior es Vivienda, la cual se da a consecuencia del menor aumento en las expensas y gastos comunes de la vivienda.

Finalmente, dos rubros mostraron mayores incrementos a los registrados en el 2005: Esparcimiento y Educación. En lo que respecto al primero debe tomarse en cuenta la presión de demanda que provoca el turismo extranjero, y en lo relacionado a Educación este responde principalmente a los incrementos en el salario docente, y en parte a una recuperación del margen de la actividad que se había deteriorado significativamente desde la salida de la Convertibilidad.

La inflación no acelera en 2007

Al analizar la evolución de las series ajustadas por estacionalidad y de la inflación subyacente, es decir aquella que no toma en cuenta los rubros con comportamiento estacional o que se encuentran regulados por el Gobierno, se verifica que la tendencia en los últimos seis meses se establece en 0,7% mensual.

De esta forma, al imputar este valor de tendencia para los últimos 3 meses del año proyectamos que el año 2006 cerraría con una inflación algo por debajo del 10%, esto es aproximadamente 2 y 1/2 puntos porcentuales por debajo de las expectativas que tanto el consenso como nosotros teníamos a principios del corriente año respecto a esta variable.

En lo relativo a la proyección para el año 2007, nuestros modelos econométricos señalan que los niveles de inflación podrían estar por encima del 10%. Sin embargo, debido a su carácter estructural, es difícil incorporar a los mismos la dinámica del IPC que surge de la actual política de administración de precios.

En nuestra opinión, durante el 2007 el gobierno mantendrá, aunque con variantes, esta política de administración de precios y en lo que respecta a los precios regulados estimamos muy probable que mantenga congeladas las tarifas energéticas minoristas. Bajo este escenario proyectamos que la inflación del próximo año se establecería entorno a 10%.

Índice de Precios al Consumidor

variación período enero - septiembre

| | año 2006 | | año 2005 | |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| | var. acum. | Incidencia | var. acum. | Incidencia |
| Nivel general | 7,1% | 7,1% | 8,9% | 8,9% |
| Alimentos y bebidas | 5,8% | 1,8% | 12,2% | 3,8% |
| Indumentaria | 11,6% | 0,6% | 7,0% | 0,4% |
| Vivienda | 9,7% | 1,2% | 13,2% | 1,7% |
| Equipamiento y func.del hogar | 6,0% | 0,4% | 7,0% | 0,5% |
| Salud | 6,8% | 0,7% | 6,5% | 0,7% |
| Transporte y comunicaciones | 4,8% | 0,8% | 5,6% | 1,0% |
| Esparcimiento | 7,4% | 0,6% | 2,6% | 0,2% |
| Educación | 21,0% | 0,9% | 12,9% | 0,5% |
| Bienes y Servicios Varios | 4,4% | 0,2% | 6,4% | 0,3% |

Fuente: Research BBVA Banco Frances en base a INDEC

Tendencia: Inflación Subyacente y Desestacionalizada

al mes de Septiembre - variaciones %

| | ult. 3 m. | ult. 6 m. | ult. 12 m. |
|------------------------------|-----------|-----------|------------|
| Inflación Subyacente | 0,7% | 0,7% | 0,9% |
| Inflación Desestacionalizada | 0,7% | 0,7% | 0,8% |

Fuente: Research BBVA Banco Frances sobre datos de INDEC

Evolución de IPC, según Bienes y Servicios

| | Bienes | Servicios | Sev. para la Salud | Serv. Educativos |
|-----------|--------|-----------|--------------------|------------------|
| 2002 | 68,6% | 11,1% | 10,6% | -1,2% |
| 2003 | 2,7% | 5,2% | 6,2% | 3,5% |
| 2004 | 5,6% | 6,8% | 7,7% | 9,2% |
| 2005 | 11,4% | 13,8% | 17,4% | 20,0% |
| acum.2006 | 5,4% | 9,7% | 10,1% | 24,4% |
| acumulado | 114,7% | 56,1% | 63,3% | 65,9% |

Fuente: Indec

La evolución del precio relativo de los Servicios

Durante los primeros meses luego de la devaluación, el IPC exhibió una dinámica diferencial en lo relativo a Bienes y Servicios, mientras que la inflación de los primeros acumuló en el 2002 un incremento del 68%, el aumento de precios de los servicios tan sólo alcanzó al 11%.

A partir del 2003, se produjo un cambio en la dinámica comentada, donde paulatinamente los Servicios fueron recuperando su precio relativo. Aún cuando esta evolución se viene dando desde el 2003, es durante el corriente año cuando los Servicios logran un mayor incremento respecto a los precios de los Bienes.

El comportamiento del precio de los Servicios durante este año está fuertemente influenciado por el incremento de las cuotas de los colegios privados que a septiembre acumulan un aumento del 24%. El resto de los servicios o verifica una evolución semejante a la del IPC o una evolución menor a este. En el caso de los Servicios para la Salud, el comportamiento semejante al del nivel general durante 2006 se explica por la recuperación ya exhibida en años anteriores, en tanto que las tarifas de una gran parte del resto de los servicios actualmente se encuentra regulada por el gobierno.

Esperamos que en el mediano plazo se continúe observando esta tendencia de recuperación de los precios relativos de los servicios. No obstante esto, la brecha existente en la actualidad es muy importante, ya que tomando como punto de partida diciembre del 2001, son 58 puntos porcentuales (aumento de bienes: 114%, servicios: 56%) y estimamos que parte de la misma se mantendrá conforme los cambios generados por el nuevo nivel de tipo de cambio real al que apunta el actual modelo económico.

El año 2006 volvería a cerrar cómodo en términos fiscales

En los últimos 12 meses conocidos, los ingresos totales crecieron a una tasa del 24,4% y el gasto primario lo hizo el 24,6%, lo cual apunta a que si sigue esta tendencia el ahorro primario se mantendrá en un nivel similar con respecto al PIB al del año anterior.

Si bien el gasto primario estuvo aumentando por impulso de los gastos de capital, el comportamiento de los ingresos en el margen fue más dinámico como se distingue en el gráfico con cifras acumuladas de los últimos 12 meses, principalmente por el desempeño de los impuestos a la seguridad social.

El presupuesto 2007 en grandes cifras

Las cifras del presupuesto vuelven a estar subestimadas como en años anteriores, sobre todo en lo que hace al crecimiento de la economía, lo cual condiciona el potencial de aumento de las variables fiscales. Se sostiene el principio de mantener la solvencia fiscal con un resultado primario de 3,1% del PIB. También se infiere que hay un aumento en la presión tributaria y en el gasto dado que ambos aumentan más que el PIB nominal presupuestado.

El proyecto de presupuesto se refiere sólo a los ingresos y gastos de la Administración Nacional, no están incluidos las transferencias por Coparticipación a provincias lo que no permite una comparación totalmente homogénea con información de años anteriores. De todas formas, por diferencia podemos aproximar las grandes cifras del presupuesto.

Según el presupuesto, la recaudación tributaria crecería sólo un 14%, lo que abre el interrogante de cuál sería el destino del probable mayor aumento que tendrán los ingresos impositivos. El incremento del gasto en consecuencia también luce bajo (15%), sobre todo considerando que el 2007 es un año electoral y que varios factores de origen estructural podrían estar presionando a mayor gasto público a corto y mediano plazo.

Los factores anteriores afectan sólo los niveles nominales de gastos e ingresos (la coparticipación se suma tanto a ingresos como a gastos y suponemos que la recaudación subestimada se gastaría al igual que en años anteriores) por lo que en la práctica el superávit primario alcanzaría a 3,1 puntos porcentuales del PIB como indica el presupuesto, unos \$ 21.000 millones. Esto representa tanto una caída en términos nominales como reales con respecto al 2006, año en el cual estimamos que al ritmo actual será posible lograr un resultado primario de 3,6 puntos porcentuales del PIB.

La caída del superávit luce razonable teniendo en cuenta que, además del hecho de tratarse de un año electoral en el cual pueden haber gastos no planeados, la escasez energética requerirá mayores subsidios e inversiones por parte del sector público, algunas provincias tendrán problemas de financiamiento y la política de subsidiar algunos sectores de la economía tiene un impacto cada vez más importante sobre el gasto primario, por ejemplo, el caso de los subsidios al transporte.

El incremento más importante del gasto corresponde a la seguridad social rubro que se incrementa casi un 30% en función del incremento del 13% dispuesto en las jubilaciones y pensiones de todo nivel. Por otro lado, parece poco realista que los gastos de capital se mantengan en términos nominales casi igual que en el 2006, cuando este año están creciendo a tasas del 60%. Más aún considerando que es probable que se deba financiar algún desequilibrio provincial o fondo fiduciario que resulte deficitario.

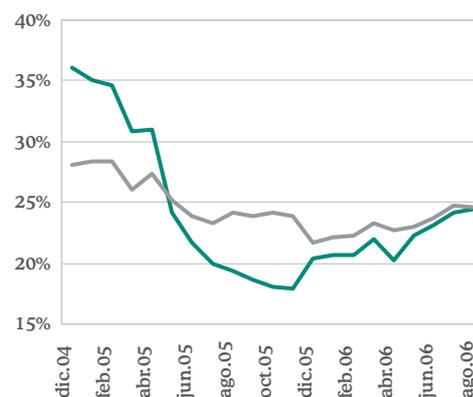
En cuanto a nuestras proyecciones, suponemos que la elasticidad recaudación tributaria a PIB se mantiene ligeramente por encima de 1, como en los últimos 2 años, en tanto que los gastos aumentan más que proporcionalmente puesto que los mayores riesgos (déficit provincial, incertidumbre electoral, crisis energética, etc.), podrían llegar a erosionar el resultado primario en algo más de medio punto del PIB, llevándolo a 3% en 2007.

Las finanzas públicas provinciales

Los datos del cierre del ejercicio 2005 (último dato agregado conocido) confirman el deterioro del resultado provincial que cayó un 43%. Los rubros de gastos que más crecieron fueron Remuneraciones y Gastos de capital por obras públicas financiadas con transferencias de la Nación.

Ingresos totales y Gasto primario

variación interanual p'dios móviles 12 meses



■ Ingresos totales

■ Gasto Primario

Fuente: BBVA y Ministerio de Economía

Proyecciones macroeconómicas

| | Proyecto de Presupuesto 2007 | BBVA Banco Francés |
|--------------------------------|------------------------------|--------------------|
| Var. PIB real (%) | 4,0 | 8,1 |
| Var. PIB nominal (%) | 10,5% | 18,1% |
| IPC (var. % IV trim.) | 7,0 | 10,2 |
| TC nominal promedio | 3,13 | 3,17 |
| Resultado primario (% PIB) | 3,1 | 3,0 |
| Recaudación tributaria (var.%) | 14,2 | 19,0 |
| Gasto Primario (var. %) | 15,0 | 22,6 |

Fuente: BBVA y Ministerio de Economía

| miles de mill. de \$ | Proy. Presupuesto Sector Público Nacional | | |
|---------------------------|---|-------|--------|
| | 2006 | 2007 | Var. % |
| INGRESOS TOTALES | 156,2 | 178,0 | 14% |
| Tributarios | 148,0 | 169,1 | 14% |
| No tributarios | 8,1 | 8,7 | 8% |
| De capital | 0,1 | 0,2 | 16% |
| GASTO PRIMARIO | 135,7 | 156,1 | 15% |
| Remuneraciones | 14,8 | 16,3 | 10% |
| Bienes, servicios y otros | 6,6 | 8,1 | 23% |
| Prest. seguridad social | 30,9 | 40,0 | 29% |
| Transferencias corrientes | 66,9 | 74,6 | 11% |
| Gastos de capital | 16,6 | 17,2 | 4% |
| Intereses | 13,3 | 14,7 | 11% |
| Rdo Primario | 20,5 | 21,8 | 6% |
| Rdo Fciero | 7,2 | 7,1 | -1% |

Fuente: Ministerio de Economía

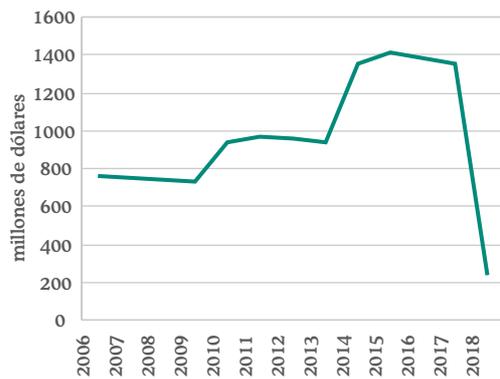
Resultado fiscal provincial acumulado

| | 2004 | 2005 | var. % |
|----------------------|------|------|--------|
| Ingresos | 58 | 71 | 24,1% |
| Tributarios Nación | 28,3 | 34,5 | 22,1% |
| Tributarios propios | 18,1 | 21,8 | 20,5% |
| Transferencias ctes | 3,7 | 4,8 | 30,0% |
| No tributarios | 7,5 | 10,3 | 36,9% |
| Gastos | 51,1 | 67,7 | 32,5% |
| Remuneraciones | 23,1 | 30,6 | 32,8% |
| Bs y Servicios | 6,3 | 7,7 | 22,8% |
| Transferencias ctes | 13,9 | 17,6 | 27,1% |
| Gs de capital | 7,8 | 11,7 | 48,9% |
| Rdo primario | 6,5 | 3,7 | -42,9% |
| Intereses | 1,6 | 1,9 | 19,3% |
| Rdo operativo | 4,8 | 1,8 | -63,7% |

Fuente: MECON

Perfil anual de vencimientos de capital e interés del Bogar

(no incluye devengamiento del CER)



■ BOGAR

Fuente: BCRA

La provincia de Buenos Aires representa algo menos del 30% del total de ingresos y gastos de las provincias. Tuvo un peor desempeño fiscal que el agregado de provincias durante el 2005: su superávit primario casi se anuló debido a que el aumento de ingresos fue inferior al agregado del resto de las provincias.

En el período 2002-2005 se observa que los ingresos evolucionan a tasas decrecientes, pero que la tasa de crecimiento del gasto se acelera lo que produjo la erosión inevitable del resultado provincial. Datos parciales de algunas provincias con respecto al 2006, profundizan esta tendencia.

El stock de deuda provincial no ha tenido un aumento importante en términos porcentuales una vez finalizado el proceso de canje de la gran mayoría de las provincias. Si bien la deuda a CER sigue creciendo por el devengamiento de la inflación, se han producido amortizaciones de capital de la deuda en bonos y de la deuda con organismos multilaterales. Sin embargo, aún constituye un factor de riesgo sobre todo si la inflación es alta porque al menos el 66% de la deuda provincial está ajustada por CER mientras que paralelamente el resultado fiscal se erosiona.

El principal acreedor de las provincias es la Nación que emitió el Bogar (un stock de \$ 33.203 millones a diciembre del 2005) a través del Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial emitido luego de la conversión de la vieja deuda bancaria y bonos de las provincias en el 2002. Como ejemplo, el stock de Bogar aumentó un 9% entre diciembre de 2004 y 2005, esto representa un aumento de deuda de \$ 2.793 millones en el año. El resto de la deuda que mantienen las provincias con la Nación corresponde a deuda con Organismos Multilaterales que fue asumida por la Nación, el PFO (Programa de Financiamiento Ordenado) y su posterior PAF (Programa de Asistencia Financiera) y los bonos del PUM (Programa de Unificación Monetaria). Este esquema implica que cualquier problema de insolvencia provincial se trasladará automáticamente a la Nación.

El crecimiento de la deuda provincial se origina tanto por el devengamiento del CER de las deudas ajustables, como por nuevo financiamiento de la Nación a las provincias que cuentan con la asistencia financiera del FFDP a través del PAF para la amortización de sus deudas.

Si bien no se dispone de un perfil de vencimientos de toda la deuda provincial, los vencimientos anuales del Bogar son del orden de U\$S 800 millones anuales para los próximos años. El 15% de los recursos coparticipados (unos U\$S 1500 millones en el 2005) estaría afectado al pago de esta deuda y al resto de las obligaciones con la Nación.

El equilibrio del TCR se alcanzaría recién a fines de 2008

La subvaluación del peso

En un trabajo anterior del Servicio de Estudios (Ver "Un Estudio Econométrico sobre el Tipo de Cambio en Argentina" por Falbo-Gaba 2005) se había llegado a la conclusión que el Tipo de Cambio Real en Argentina estaba por encima de su nivel de equilibrio o de largo plazo. Todos los modelos utilizados en el mencionado estudio coincidían en señalar que el peso argentino debería incrementar su valor respecto del dólar, con respecto al nivel promedio de 2004, aunque diferían en la magnitud del ajuste necesario para alcanzar dicho equilibrio. Se concluyó que el tipo de cambio real encontraría su equilibrio en un valor aproximado de un 15% por debajo del promedio observado durante el año 2004.

Tras la salida de la Convertibilidad el tipo de cambio nominal experimentó un overshooting llegando a valores próximos a 4 pesos por dólar, para tender a estabilizarse dentro de un rango de 2,90 / 3,10 aproximadamente a partir de mediados de 2003. Dado el diferencial de inflación entre Argentina y Estados Unidos, el Tipo de Cambio Real Bilateral ha oscilado en los últimos tres años entre 1,92 y 2,15, tomando como base 1 en diciembre de 2001.

¿Dónde estamos hoy?

En agosto de 2006 el Tipo de Cambio Nominal terminó en 3,10 pesos por dólar equiparable con un tipo de cambio real bilateral del orden de 1,94 (tomando como base diciembre de 2001= 1) tras computar el diferencial de inflación entre Argentina y Estados Unidos. Hasta ese momento el tipo de cambio real ajustó en la dirección correcta pero en una magnitud menor a la pronosticada un año atrás. Varios fueron los factores que contribuyeron, en mayor o menor medida, a que la corrección del tipo de cambio real fuera en una magnitud inferior a la pronosticada.

En primer lugar, los registros inflacionarios del año 2006 fueron menores a los previstos inicialmente. Una de las principales causas radica en la aplicación de una política de acuerdos de precios en una gama de productos con importante peso en el índice, que fue exitosa en reducir las expectativas de inflación. En el mismo sentido actúa la inflación norteamericana que, por el efecto de los precios energéticos (básicamente petróleo que cesó de aumentar hasta mediados de 2006), se incrementó más allá de lo esperado.

Finalmente la política del Banco Central a través de intervenciones en el mercado cambiario (aumento de Reservas) no ha permitido la apreciación nominal de la divisa que actualmente se encuentra en 3,12 pesos por dólar.

Tipo de Cambio Real versus Multilateral

Al comparar el Tipo de Cambio Real Bilateral (que tiene en cuenta el diferencial de inflación con Estados Unidos) con el Tipo de Cambio Real Multilateral que tiene en cuenta la canasta de tipos de cambio reales de los principales países con los que comercia Argentina, observamos que la dirección del ajuste en los últimos dos años y medio no ha sido en el mismo sentido que en el caso del Bilateral.

El Itcer está calculado en función de los tipos de cambios reales de los 10 principales socios comerciales de Argentina que concentran aproximadamente un 80% del total del comercio de nuestro país.

En el siguiente cuadro se han registrado las variaciones acumuladas de inflación y del tipo de cambio de cada uno de los países socios desde diciembre de 2003, para tomar una fecha más cercana y que no capte el overshooting inicial de Argentina durante el 2002. Asimismo, se calculó la variación del tipo de cambio real bilateral de cada uno de los países con respecto a los Estados Unidos. Del mismo se desprende que una serie de países apreciaron sus monedas en forma significativa durante el período relevado. De esos cuatro países, Brasil pondera un 30% en el Itcer, Chile lo hace en un 9,6% mientras que Uruguay y Paraguay que han apreciado significativamente sólo ponderan un 2,1% cada uno.

Esto nos ayuda a explicar por qué a pesar de la apreciación real del peso cuando lo medimos exclusivamente respecto de Estados Unidos, en términos del Multilateral el peso argentino se ha depreciado en el período considerado (dic-03 a jul-06) un 3,8%. En otras palabras, la depreciación del Tipo de Cambio Real Multilateral de Argentina está prácticamente explicada por la importante apreciación real de la moneda brasileña y, en menor medida, por las apreciaciones reales que tuvieron Chile y los dos socios menores del Mercosur.

Evolución del Tipo de Cambio Real Bilateral con Estados Unidos

Base Dic 01



Fuente: Servicio de Estudios Económicos del BBVA Banco Francés sobre datos INDEC, BCRA y BLS-USA

| Datos al mes de: | Inflación | Devaluación | Var TCR | Ponderación |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| juli-06 | Acum dic-03 | Acum dic-03 | desde dic03 | 100,0% |
| Argentina | 25,79% | 5,4% | -7,3% | - |
| USA | 10,53% | 0,0% | 0,0% | 16,1% |
| México | 9,71% | -2,5% | -1,7% | 4,0% |
| Brasil | 15,59% | -24,8% | -28,0% | 29,8% |
| Chile | 8,91% | -12,4% | -11,1% | 9,6% |
| Uruguay | 18,24% | -18,7% | -24,0% | 2,1% |
| Paraguay | 16,94% | -10,3% | -15,2% | 2,1% |
| UEM | 6,00% | -3,7% | 0,4% | 23,3% |
| Reino Unido | 5,13% | -4,9% | 0,0% | 1,6% |
| Japón | 0,51% | 7,0% | 17,6% | 2,3% |
| China | 4,91% | -3,9% | 1,3% | 9,3% |

Fuente: Servicio de Estudios Económicos del BBVA Banco Francés sobre datos INDEC, BCRA y otros

¿Qué se espera para el año próximo?

Para el próximo año, el tipo de cambio real de Argentina que tiene en cuenta el diferencial de inflación con Estados Unidos marcaría una moderada apreciación, siguiendo las previsiones de nuestro escenario base. Ahora bien, considerando las previsiones de inflación y tipo de cambio para el 2007 de nuestros principales socios comerciales, podemos avizorar que durante el próximo año el ITCER acompañará más a la trayectoria del tipo de cambio real de Argentina ya que de los socios que más pesan en nuestro multilateral solo China continuará apreciando su moneda según las estimaciones del Servicio de Estudios del BBVA, mientras que Brasil y Chile detendrían la apreciación real de sus monedas que tuvo lugar durante el período analizado.

El Ingreso de los Exportadores (y egreso de los importadores)

Una vez analizado que es lo que ha ocurrido con el tipo de cambio en Argentina podemos ver que importancia tuvo éste en el ingreso de los exportadores como así también en los egresos de los importadores.

Como se advierte en la siguiente tabla, durante el período 1993-1997 que abarca los mejores años de la Convertibilidad, las variaciones en los precios tanto de exportación como de importación -en promedio anual- no tuvieron un peso determinante en el crecimiento de los ingresos de los exportadores como así tampoco el aumento de los egresos de los importadores. Tampoco el Itcer mostró una variación significativa en el período en cuestión. Básicamente, el aumento en los ingresos de los exportadores (y egresos de los importadores) estuvo dominado por el fuerte crecimiento de las cantidades. Vale la pena mencionar que durante este período confluyeron una serie de hechos que posibilitaron el fuerte crecimiento de las cantidades exportadas como fue el surgimiento del Mercosur y el salto tecnológico que tuvo lugar en el sector agropecuario.

A partir de la devaluación del peso argentino y hasta el último dato conocido de los términos de intercambio (segundo trimestre 06) los precios tuvieron un aumento más relevante que en el período de Convertibilidad, en especial los de exportación. Las cantidades, en cambio, desaceleraron su crecimiento en el caso de las exportaciones pero se duplicaron en el caso de las importaciones. Durante este último período, la variable más importante para explicar los flujos del sector transable fue el Itcer se incrementó a razón del 20% anual permitiendo un impulso en los ingresos (en pesos) de los exportadores así como también en los egresos de los importadores.

En otras palabras, el aumento en los ingresos de los exportadores de 34% anual estuvo prácticamente dominado por el incremento de 20% promedio anual en el tipo de cambio real multilateral más que por aumento de precios internacionales o cantidades exportadas. Las retenciones a las exportaciones que comenzó a aplicar el Gobierno a partir de mediados del 2002 (en promedio del orden del 12%) erosionaron los ingresos de los exportadores en casi 4 puntos porcentuales anuales.

Por su parte, el gasto en importaciones también estuvo determinado por la debilidad del peso aunque se reconoce un mayor dinamismo de las cantidades que durante el período anterior. Los egresos de los importadores crecieron a un mayor ritmo promedio anual (32%) que los ingresos de los exportadores, neteados de retenciones dando un renovado impulso al proceso de sustitución de importaciones.

Ligera merma del Balance Comercial durante el 2006

La balanza comercial acumula un superávit a agosto del corriente año de u\$s 7.810 millones producto de exportaciones por valor de u\$s 29.553 millones e importaciones de u\$s 21.743 millones. El nivel alcanzado por las exportaciones es producto del dinamismo de las colocaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), en tanto continúan en descenso las colocaciones de petróleo crudo, al tiempo que en los Productos Primarios, las pobres cosechas de los principales cereales (trigo y maíz) han impactado negativamente en las cantidades exportados de los mismos.

Es interesante destacar que las colocaciones de MOI prácticamente crecen en valor en todos sus componentes, mereciendo especial atención las ventas de automotores, caucho y sus manufacturas y productos químicos, a los que se incorporan Metales preciosos por la entrada en actividad de la explotación aurífera durante este año.

| Período | Base Promedio 2001 = 100 | | | | |
|--------------------|--------------------------|----------|----------|----------|------------|
| | PX INDEC | QX INDEC | PM INDEC | QM INDEC | ITCER BBVA |
| Variaciones | | | | | |
| 1993 / 1997 | 11,9% | 80,1% | 3,3% | 75,8% | 6,4% |
| Promedio anual | 2,9% | 15,8% | 0,8% | 15,2% | 1,6% |
| Ene-Jun 06/01 | 24,4% | 30,1% | 11,4% | 38,3% | 131,3% |
| Promedio anual | 5,0% | 6,0% | 2,4% | 7,5% | 20,5% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Indec

| Período | Indices Base Promedio 2001 = 100 | | |
|--------------------|----------------------------------|-----------------------------|----------------------|
| | Ingresos Brutos Exportadores | Ingresos Netos Exportadores | Egresos Importadores |
| Variaciones | | | |
| 1993 / 1997 | 114,5% | 114,5% | 93,3% |
| Promedio anual | 21,0% | 21,0% | 17,9% |
| Ene-Jun 06 / 01 | 274,4% | 229,5% | 256,4% |
| Promedio anual | 34,1% | 30,3% | 32,6% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Indec

Variación porcentual respecto al año anterior

| Rubros | Acumulado 8 meses | | |
|------------------------|-------------------|--------|----------|
| | Valor | Precio | Cantidad |
| Productos Primarios | -1 | 6 | -7 |
| MOA | 13 | 3 | 10 |
| MOI | 21 | 7 | 13 |
| Combustibles y Energía | 9 | 30 | -16 |
| Total Exportaciones | 12 | 7 | 4 |

Fuente: Indec

En las MOA, al buen comportamiento del complejo oleaginoso (derivados de soja y girasol, especialmente) se le debe adicionar productos lácteos, bebidas (vinos) y pieles y cuero por su importancia, mientras que sólo se registran bajas en las colocaciones de carne vacuna debido a las prohibición vigente desde abril pasado para evitar el aumento de su precio en el mercado interno (paulatinamente se ha ido liberando, al momento de escribirse estas líneas se ha autorizado a exportar hasta el 70% del valor comercializado durante el 2005).

Del análisis desagregado, surge que los precios, impulsados por la creciente demanda internacional, muestran un crecimiento de alrededor de 7% en el acumulado de 8 meses, mientras que las cantidades colocadas aumentaron algo por debajo del 4%, afectadas por las mencionadas mermas en las colocaciones de petróleo crudo, cereales y carnes vacunas, fundamentalmente. Siguiendo con las tendencias registradas hasta el momento estimamos que en valores las ventas al exterior crecerían para todo el año 2006 algo por encima del 10%, totalizando u\$s 44.300 millones.

Por el lado de las importaciones, de las cifras conocidas merece mencionarse el fuerte incremento que vienen registrando los Bienes de Capital dando dinamismo a la Inversión Bruta Interna Fija y los Bienes de Consumo, incluidos los vehículos automotores de pasajeros.

Nuestra estimación anual está en línea con lo acontecido hasta el momento con los precios creciendo algo por debajo del 3% y las cantidades siguiendo una elasticidad/PIB cercana a 2,0. De esta manera, el año se cerraría con un crecimiento en valores del 16,8% equivalente a un total de u\$s 33.500 millones. El año 2006 cerraría con un saldo comercial de u\$s 10.800 millones, es decir alrededor de u\$s 600 millones por debajo del resultado alcanzado un año atrás.

En el 2007 las cantidades impulsarán en mayor medida las exportaciones

La balanza comercial se reduciría casi U\$S 1.300 millones el año próximo ya que al igual que en los años previos de fuerte expansión económica, las importaciones volverían a crecer a un ritmo mayor que las exportaciones. A diferencia de 2006, sin embargo, el principal impulso de las exportaciones provendría de las cantidades exportadas y no de la mejora de precios internacionales, como puede verse en el cuadro.

Se espera una importante recuperación en las cantidades exportadas en línea con el crecimiento del área sembrada de los principales cultivos, si bien al momento de escribirse este informe hay problemas de humedad en el suelo que podrían afectar los rendimientos de los mismos. Por otra parte, es probable que las restricciones a las exportaciones de carne vacuna no vuelvan a repetirse el año entrante.

Las cantidades exportadas de MOI se verían favorecidas por inversiones en distintas ramas de actividad para aumentar la capacidad instalada. En algunos casos, se trata de pequeñas mejoras en los procesos de producción, pero en otros, como en siderurgia y en aluminio primario, se está llevando a cabo planes de expansión que culminarán en el 2008 y que prevén casi duplicar los niveles actuales de estas dos líneas de productos.

Nuevamente, el sector de Combustibles actuará negativamente porque ante una producción estancada se dedicará más producción a abastecer la demanda interna en detrimento de las exportaciones.

Contrariamente al año en curso, prevemos que los precios de las exportaciones crezcan sólo 1% en promedio en 2007, bien por debajo del 7% actual. Esto se debe principalmente a la caída proyectada en el precio medio anual del petróleo crudo que en los meses recientes ya sostuvo bajas del orden del 13% con respecto al valor máximo alcanzado en el mes de julio debido a la disminución de los riesgos geopolíticos y climáticos.

También los precios de las commodities industriales, como el cobre y aluminio primario, que habían aumentado considerablemente durante este año, han sufrido algunas correcciones a la baja, que llevarán al precio promedio de 2007 a ubicarse por debajo de la media del 2006. En el caso de los granos y subproductos, que no sufrieron importantes subas durante el corriente año, no se esperan tampoco variaciones significativas en sus precios debido a la menor sensibilidad de estos productos al riesgo de desaceleración mundial.

Las cantidades importadas de bienes continuarán aumentado en línea con una elasticidad/PIB algo por debajo de 2,0 como la vigente durante el corriente año, lo que junto con un crecimiento del producto previsto en el 6,8% hace esperar una expansión del 13,5% en 2007. Los precios de las importaciones aumentarían algo por debajo de la inflación internacional como ha venido ocurriendo en los últimos años.

Variación porcentual respecto al año anterior

| Rubros | Acumulado 8 meses | | |
|-----------------------------|-------------------|--------|----------|
| | Valor | Precio | Cantidad |
| Bienes de Capital | 24 | -1 | 25 |
| Bienes Intermedios | 10 | 5 | 4 |
| Combustibles y lubricantes | 9 | 19 | -9 |
| Piezas y Acc. p/ Bs de Cap. | 18 | 2 | 15 |
| Bs de Cons., inc. Autom. | 29 | 6 | 22 |
| Total Importaciones | 17 | 3 | 14 |

Fuente: Indec

Evolución Balanza Comercial

| Concepto/Período | 2005 | 2006 e | 2007 e |
|---|----------|----------|----------|
| Exportaciones | | | |
| Cantidad (Var. %) | 14,2% | 4,0% | 7,5% |
| Precios (Var. %) | 1,5% | 7,0% | 1,0% |
| Valor en mill. de u\$s | 40.106,4 | 44.300,0 | 48.100,0 |
| Importaciones | | | |
| Cantidad (Var. %) | 23,2% | 13,5% | 12,2% |
| Precios (Var. %) | 3,7% | 2,8% | 2,5% |
| Valor en mill. de u\$s | 28.688,8 | 33.500,0 | 38.550,0 |
| Saldo Comercial en mill. de u\$s | | | |
| | 11.417,6 | 10.800,0 | 9.550,0 |

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos INDEC

Evolución Precios Medios de los Principales Productos de Exportación

| Productos | 2006 e | 2007 e | Variación % |
|------------------------------|--------|--------|-------------|
| Trigo (u\$s/ton) | 167 | 175 | 4,8% |
| Maíz (u\$s/ton) | 115 | 115 | 0,0% |
| Soja (u\$s/ton) | 226 | 220 | -2,7% |
| Carne vacuna (u\$s/ton) | 3286 | 3450 | 5,0% |
| Aceite de Soja (u\$s/ton) | 505 | 525 | 4,0% |
| Pellets de Soja (u\$s/ton) | 172 | 172 | 0,0% |
| Petróleo crudo (u\$s/barril) | 67,2 | 57,9 | -13,8% |
| Resto de Bienes | - | - | 3,0% |
| Precios de Exportación | - | - | 1,0% |

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés

Consistencia de la política monetaria, cambiaria y fiscal

1. Introducción

El objeto del artículo es analizar la consistencia de la política monetaria, cambiaria y fiscal empleando un modelo macroeconómico de escala reducida que determina la inflación y el output gap ¹. En primer lugar, se analizan los mecanismos de transmisión de la tasa de interés (variable clave del modelo), luego se comentan los resultados empíricos y, por último, las conclusiones. El mensaje central es que cada política debe lograr equilibrio, ya que si sólo una de ellas (monetaria, fiscal o cambiaria) se encuentra en desequilibrio finalmente se producirá una crisis y un nuevo punto de partida. En este sentido, se concluye que en Argentina altos déficit fiscal y/o apreciaciones de la moneda y/o tasas reales de interés negativas fueron las principales inconsistencias de política en las últimas décadas.

2. Mecanismos de transmisión de la tasa de interés

Los modelos consideran mercados maduros y eficientes, donde la tasa de interés opera simultáneamente en los sectores monetario, bancario, de capitales y de bienes. En Argentina los mecanismos de transmisión son más limitados y la tasa de interés actúa principalmente a través del mercado de bienes.

Mercado Monetario

El Banco Central fija su tasa de intervención con el fin último de influenciar sobre la demanda agregada. En Argentina, el BCRA emplea como principal instrumento de regulación monetaria a los pases (activos y pasivos), Lebacks (tasa fija) y Nobacs (tasa variable), pero la dimensión de esta regulación monetaria aún es reducida, el saldo de pases + lebacks/nobacs representan sólo el 5,7% del PIB.

Mercado Bancario

La tasa de interés influye a través de la oferta y demanda de crédito. Pero el mercado de crédito es reducido en Argentina, los préstamos al sector privado representan sólo 8,5% del PIB, de modo que un cambio en la tasa de interés tendrá menos impacto sobre la demanda final de consumo e inversión.

El reducido tamaño del crédito tiene que ver con varias causas, principalmente una baja monetización, ya que se presta poco porque se capta poco. También la crisis luego de la salida de la Convertibilidad produjo, por razones de oferta y demanda, una notable cancelación de créditos y, por último, el multiplicador de la Base Monetaria (para el agregado monetario amplio M3) tiene un valor reducido de 2,9 frente a un comparable de 12 en USA.

Mercado de Capitales

En mercados maduros las empresas se financian emitiendo acciones (financiamiento permanente) y bonos corporativos (financiamiento a mediano y largo plazo). En ambos casos la tasa de interés influye sobre el costo del capital y por esta vía afectan al volumen de inversión.

En Argentina, el mercado de capitales históricamente no desempeñó un papel relevante, excepto durante la Convertibilidad (principalmente en los años 1991-1998) donde tuvo un notable crecimiento. Por el contrario, desde el 2002 hasta el presente no se produjeron colocaciones importantes de acciones y bonos corporativos, debido al fuerte cambio de precios relativos, principalmente por impacto de la devaluación y el default de la deuda soberana argentina.

Coefficientes de encaje multiplicador de Billetes y Monedas

| | c* = billetes y monedas /M3 | e | k |
|----------------|-----------------------------|-------|-----|
| Argentina | 25,3% | 11,9% | 2,9 |
| Estados Unidos | 7,4% | 0,6% | 12 |

Fuente: BCRA y Reserva Federal de Estados Unidos

¹ Una versión más amplia se encuentra en Gaba (2006). Los resultados econométricos que se reportan para la IS y Curva de Phillips se basan en Martínez Riekes (2006) y Falbo (2006)

Mercado de bienes

La tasa real de interés juega un papel central porque influye entre la decisión de ahorro y de este modo sobre el nivel de inversión y tasa de crecimiento del PIB. Dentro del consumo, es más probable que la tasa de interés afecta al de bienes durables, ya que el corriente es menos sensible. También la tasa de interés afecta a la inversión en construcción, principalmente residencial. Cuando la tasa real de interés permanece negativa por largos períodos, es común encontrar una sobre inversión en construcción como un modo de ahorrar evitando la pérdida de poder adquisitivo, por ejemplo desarrollo inmobiliario de Mar del Plata iniciado en la década de los 60.

En el período 1993/1998, expansión con tasa real de interés positiva, la elasticidad ingreso de la construcción fue de 1,42, mientras que en el 2003/2005, también con expansión pero con tasa real de interés negativa, dicha elasticidad se eleva a 1,95.

3. Determinantes del Output Gap

El equilibrio en el mercado de bienes está dado por la igualdad entre ahorro e inversión (modelo Hicksiano IS) determinando un nivel de ingreso o producto (Y) que se lo compara con el producto potencial (Y_p), que surge del pleno uso del trabajo y acervo de capital. Esto determina el output gap o brecha de producto (Y-Y_p / Y_p), cuya evolución para 1993-2005 muestra un predominio de brecha de producto negativa, lo cual refleja una pérdida de bienestar por tener recursos de capital y trabajo casi siempre subutilizados. La persistencia de un output gap negativo sugiere un desequilibrio estructural, lo cual contrasta con el desempeño de economías desarrolladas donde el crecimiento de tendencia es cercano al PIB potencial con desvíos que originan los ciclos de expansión y contracción.

El ajuste econométrico de las determinantes del output gap, datos trimestrales del período 1993-2005, es el siguiente:

$$Gap = +0,001 + 1,399 * Gap_{t-1} - 0,457 * Gap_{t-2} - 0,021 * TRI_{t-1} \quad (1)$$

(+0,7) (+18,6) (-6,1) (-1,9)

$$R^2 \text{ Ajustado} = 0,80$$

Se observa que el Gap desfasado de 1 y 2 trimestres tiene un peso considerable (efecto neto de 0.94) de modo que la evolución de la brecha de producto tiene mucho que ver con su propia inercia. La tasa real de interés está construida con la tasa de interés nominal pasiva (promedio de encuesta del BCRA colocaciones a 30/59 días) deflactada por la inflación esperada, usando el supuesto de previsión perfecta. La TRI tiene el efecto negativo esperado, lo cual puede sorprender a quienes afirman que la tasa de interés no tiene importancia sobre las decisiones entre ahorro y consumo. De todos modos, el coeficiente de regresión muestra un efecto comparativamente bajo con relación a los resultados encontrados en otras economías emergentes, ya que se necesitan grandes cambios en la tasa real de interés para tener un impacto significativo en la brecha. Esto se debe, como vimos en el punto 1, a que varios canales de transmisión de la tasa de interés son limitados en Argentina.

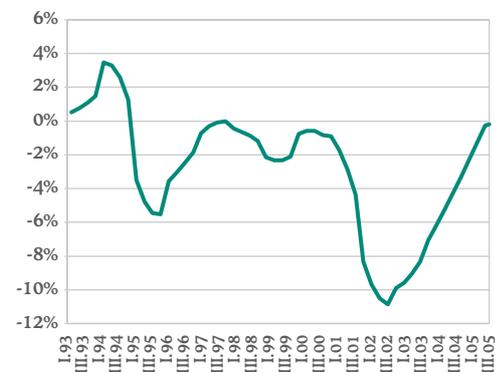
También llama la atención que el tipo de cambio real y el resultado fiscal no resulten significativos como determinantes del Gap, variables usualmente importantes en estudios para otras economías emergentes. Esto puede deberse a las particularidades de la economía argentina ya que los choques de las políticas cambiarias y fiscales pudieron influir sobre la tasa de interés, como confirman ajustes estadísticos donde la tasa real de interés depende de la propia variable desfasada, del gasto público y del tipo de cambio real.

| Período | PIB | Construcción ISAC | Elast. arco | Tasa real de interés |
|-----------|-------|----------------------|-------------|-------------------------|
| 1993-1998 | 21,8% | 31,0% | 1,42 | 6,4% |
| 2003-2005 | 19,1% | 37,2% | 1,95 | -4,1% |

Fuente: BBVA Banco Francés

Evolución de la brecha de producto

(PIB obs - PIB pot)/PIN pot



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos propios

Visto de otro modo, la tasa real de interés esperada no es independiente del desvío del tipo de cambio real con respecto a su valor de equilibrio y del grado de solvencia fiscal.

4. Determinantes de la inflación según la curva de Phillips (CPh)

Un primer ajuste de la CPh es con el supuesto de verticalidad a largo plazo, de modo que los coeficientes de inflación rezagada y esperada sumen la unidad, lo cual asegura que en equilibrio de largo plazo (brecha de producto cero) la inflación esperada y observada converjan a un valor constante. En este caso, el ajuste arroja:

$$\pi = 0,09 * Gap_{t-1} + 0,46 * E_t \pi_{t+1} + 0,45 * \pi_{t-1} + 0,08 * \Delta e_{t-1} + 0,01 * Dummy02 + v_t \quad (2a)$$

(+1,6) (+11,2) (+11,4) (+10,4) (+10,9)

R² ajustado=0,88

En (2a) la inflación esperada ($E_t \pi_{t+1}$) responde al supuesto de expectativas racionales con previsión perfecta y la condición de verticalidad incluye también la variación del tipo de cambio nominal de modo que en el largo plazo cuando la brecha es cero también el tipo de cambio real se encuentra en equilibrio.

El ajuste (2a) muestra que las variables del modelo resultan significativas y con el signo esperado. En particular se tienen que el coeficiente de regresión del Gap tiene baja importancia, respecto a resultados para economías comparables, en la determinación de la inflación. Además, los coeficientes de regresión de la inflación esperada (expectativas) e inflación rezagada (inercia) son altos y de valor parecido, resaltando la importancia de estas variables como determinantes de la inflación, mientras que la variación del tipo de cambio tiene un impacto intermedio.

Cuando se elimina la condición de verticalidad de largo plazo, el ajuste resulta:

$$\pi = 0,10 * Gap_{t-1} + 0,23 * E_t \pi_{t+1} + 0,22 * \pi_{t-1} + 0,10 * \Delta e_{t-1} + 0,02 * Dummy02 + v_t \quad (2b)$$

(2,6) (5,4) (5,2) (17,0) (4,5)

R² ajustado= 0,9

Comparando (2b) y (2a) resulta que el output gap y la variación del tipo de cambio arrojan coeficientes parecidos, mientras que la inflación rezagada e inflación esperada tienen menos impacto en (2b), es decir, imponer la condición de verticalidad de la CPh a largo plazo eleva considerablemente el peso de la inflación rezagada y de las expectativas como determinantes de la inflación.

5. Consistencias de políticas

Las ecuaciones 1 y 2a/2b muestran los conflictos de política económica que usualmente enfrentan los gobiernos. Es lógico que los gobernantes se inclinen por el mayor nivel de actividad económica posible y para ello se necesitan, según (1) tasas bajas de interés, déficit fiscal y tipos de cambio alto, porque esta combinación de política elevan el PIB real y también el Gap. Pero estas políticas también conducen, mirando (2a)/(2b), a mayor inflación que, al ser sostenida, anula el crecimiento.

En cambio, mirando ambas ecuaciones, podemos derivar una regla de consistencia de las políticas monetarias, fiscal y cambiaria: deberían operar conjuntamente para lograr un output gap cero (la economía crecería conforme a su potencial) y una reducida tasa de inflación hacia donde convergen las expectativas.

Se trata de una condición ideal, porque en la realidad se producen desvíos en los valores de equilibrio originando los ciclos económicos. Pero en economías desarrolladas, la política económica busca minimizar la variabilidad del PIB y de la tasa de inflación, es decir los ciclos son relativamente suaves, mientras que en Argentina las fluctuaciones son más pronunciadas llevando finalmente a ajustes bruscos.

Política monetaria

Si la tasa de inflación se encuentra por encima (debajo) de la meta de inflación, el Banco Central debería subir (bajar) la tasa de interés nominal, de modo de influenciar sobre el output gap y por este camino sobre la tasa de inflación.

Esto lleva a la necesidad de una regla de política monetaria, es decir, se necesita una tercer ecuación que defina una tasa de interés de equilibrio compatible con la meta de inflación y output gap cero, en cuyo caso el Banco Central maneja la tasa de interés de corto plazo por encima (debajo) de su valor de equilibrio conforme al desvío de la inflación (con respecto a la meta) y del output gap (cuando es positivo o negativo). El trabajo pionero en esta dirección fue el de Taylor (1993), dando origen a la regla que lleva su nombre para evaluar la política de tasa de interés de los bancos centrales.

En el caso de Argentina, el BCRA no opera con metas de inflación con las características definidas en la literatura, sino con objetivos flexibles. En particular, la tasa real de interés, se caracteriza por su alta fluctuación con prolongados períodos con niveles positivos (Convertibilidad) a negativos desde el año 2002 hasta el presente. Este comportamiento difiere del patrón clásico de economías desarrolladas donde la tasa de interés presenta suaves desvíos con respecto a su valor positivo de equilibrio.

Política Fiscal

Influye sobre la demanda agregada, ya sea en forma directa mediante el gasto público o afectando al gasto privado según sea el nivel de impuestos. Se considera el resultado primario, excluyendo el gasto de intereses porque usualmente los tenedores de deuda soberana en dólares son no residentes. También en algunas modelos de espíritu más keynesiano se utiliza directamente el gasto público como indicador del efecto de la política fiscal sobre el output gap.

La política fiscal debería tener un carácter anticíclico: si la brecha de producto es negativa, debería reducirse el superávit para alentar el crecimiento de la demanda interna y volverse más restrictiva cuando el output gap es positivo. Sin embargo, según la ecuación (1), la política fiscal no resulta significativa como determinante del output gap, porque también afecta a la tasa de interés.

Política Cambiaria

Los ajustes confirman que el tipo de cambio nominal resulta significativo en la CPh (ecuación 2a y 2b), pero el tipo de cambio real no resultó significativo en la ecuación (1a) de ajuste del output gap.

La historia de la política cambiaria en Argentina es consistente con estos resultados porque casi siempre prevaleció un manejo del tipo de cambio nominal para estabilizar los precios, a riesgo que la consiguiente apreciación del tipo de cambio real llevará a un déficit de balanza de pago, aumento del endeudamiento externo y finalmente una devaluación. La evolución del tipo de cambio real, al igual que el caso de la tasa real de interés, muestra que no prevalecieron leves desvíos (positivos o negativos) con relación a su valor de tendencia. Por el contrario, pasa de una importante apreciación (convertibilidad) a una fuerte depreciación luego de la devaluación del año 2002 y el TCR actual aún se encontraría por encima de su valor de equilibrio.

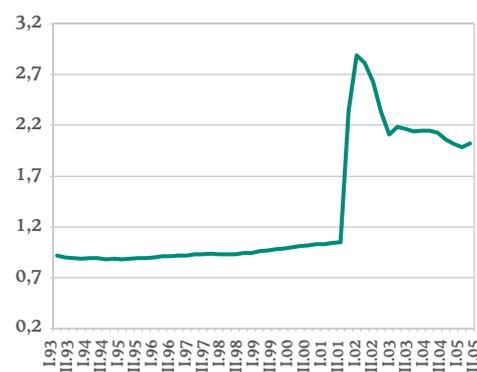
Evolución de la tasa real de interés esperada supuesto de inflación esperada: previsión perfecta



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos del BCRA

Evolución del tipo de cambio real bilateral

Tipo de cambio nominal* IPC EE.UU./IPC ARG



Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos propios

6. Conclusiones

- i) La tasa de interés es la única determinante del output gap con el efecto negativo esperado, pero el impacto es reducido comparado con ajustes para otras economías emergentes. Se necesitan fuertes cambios en la tasa de interés para lograr el equilibrio en el output gap.
- ii) El tipo de cambio y la política fiscal no resultan significativos en el output gap posiblemente porque estas políticas se reflejan también en la tasa de interés.
- iii) Una política fiscal expansiva sube el gasto interno aumentando la brecha (efecto keynesiano), pero al mismo tiempo sube la tasa de interés (menor solvencia fiscal) reduciendo el gasto interno y la brecha, de modo que ambos pueden a corto plazo compensarse.
- iv) Un tipo de cambio real alto alienta las exportaciones netas aumentando el output gap, al propio tiempo que las expectativas de apreciación disminuyen reduciendo la tasa de interés que también debería aumentar la brecha. A pesar de ello, la variable tipo de cambio real no resultó significativa posiblemente porque en nuestro período muestral prevalece un tipo de cambio real bajo (Convertibilidad) y posteriormente alto, y estos efectos se compensan.
- v) El output gap afecta a la tasa de inflación con el signo positivo esperado, pero el efecto sobre la inflación es reducido. En cambio, tienen mayor impacto las expectativas de inflación y los rezagos de la propia inflación, de modo que la lucha contra la inflación requiere tiempo (inercia) y políticas que sean creíbles (reducción de las expectativas).
- vi) Las políticas cambiarias, monetarias y fiscal, no serían consistentes cuando tratan de sostener por mucho tiempo tasas reales de interés negativas, tipos de cambios muy apartados de su valor de equilibrio y déficit fiscal. En estas condiciones, el output gap y la inflación se alejan de sus valores de equilibrio obligando a un cambio de política económica y un nuevo punto de partida.

Bibliografía

- Falbo**, Rodrigo: "Una Especificación de la Curva IS para Argentina". Revista "Situación: Argentina", Año 2/Nro 7, 3° trimestre 2006, BBVA Banco Francés.
- Gaba**, Ernesto: "Consistencia entre la Política Monetaria, Fiscal y Cambiaria". Serie de Estudios N° 19, agosto del 2006. BBVA Banco Francés
- Hernández Zamudio**, Ociel: "Transmisión de Choques Macroeconómicos: Modelo de Pequeña Escala con Expectativas Racionales para la Economía Mexicana". Economicwatch. Servicios de Estudios, Bancomer, México. 29/06/2006
- Martinez Riekens**, Regina: "Estimación de una Curva de Phillips para Argentina" Revista "Situación: Argentina", Año 2/Nro 6, 2° trimestre 2006, BBVA Banco Francés
- Springer de Freitas**, P y **Kfoury Muihos**, M: "A simple Model for Inflation Targeting in Brasil", Working Paper Series 18, April 2001, Banco Central do Brasil.
- Taylor** John B.: "Discretion versus Policy Rules in Practice". Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39n (1993). North-Holland.

Se enfrenta un balance muy ajustado en energía eléctrica para el 2007-2008

El sistema energético se encuentra en una situación delicada por el frágil equilibrio existente entre la oferta y la demanda. Ello es particularmente grave en el sector eléctrico cuya potencia neta instalada deja al sistema funcionando sin reserva en las horas pico de fuerte demanda.

Sin pretender agotar los temas vinculados a la problemática del mercado se intentará entonces sintetizar las condiciones que enfrentará el sector en los próximos dos años, las necesarias inversiones que se están encarando para enfrentar la situación, como así también el esquema de precios relativos pre-aleciente.

Energía eléctrica: un balance muy ajustado

A partir de marzo/06 se encuentran integrados el Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) y el Mercado Eléctrico Mayorista Sistema Patagónico (MEMSP) con lo cual hemos procedido a analizar ambos sistemas conjuntamente en la serie histórica para observar la evolución del mismo como un todo.

Lo primero que surge del análisis de la información disponible es que la Capacidad Bruta Efectiva Instalada ha registrado variaciones de poca significación desde el 2001 a la fecha. En la actualidad asciende a 24080 MW y no se espera incrementarla hasta entrado el año 2008 cuando sean puestas en funcionamiento las dos centrales térmicas recientemente licitadas y que agregaran 800 MW cada una.

Las fuentes de generación de energía eléctrica son fundamentalmente térmicas e hidroeléctricas, estando afectadas las primeras por el insuficiente suministro de gas natural y su reemplazo por gas oil/fuel oil que constituyen combustibles más caros. Además, existe una participación de la energía nuclear de alrededor del 5% del total generado.

A fin de evaluar las posibilidades de atender picos de potencia se hace necesario primeramente analizar la evolución de la Demanda de Energía Eléctrica en los períodos expansivos de la actividad económica para extraer la elasticidad Demanda de Energía Eléctrica/PIB con la cual proyectar las necesidades a cubrir.

Como se puede observar en el cuadro adjunto la elasticidad arco Demanda de Energía Eléctrica/PIB se ubicó en el último período expansivo en 0,7, por debajo de los niveles registrados en la década del '90.

Con este valor de elasticidad arco y con un escenario de expansión del Producto Bruto Interno de 6,8% para el 2007 y 5,2% para el 2008 calculamos los nuevos requerimientos de potencia máxima necesarios partiendo del máximo registrado hasta la fecha en el 2006 correspondiente al 31/07 y que ascendió a 17395 MW.

Con estos valores obtenidos de máxima potencia requerida, de mantenerse temperaturas similares en los años venideros a la observada en los últimos tres años transcurridos, procederemos luego a calcular la Potencia Neta Efectiva instalada a partir de la Potencia Bruta, restándole los porcentajes de indisponibilidad por problemas técnicos (térmicas) o también por disponibilidad de agua (hidroeléctricas).

A tal fin tomamos el dato de indisponibilidad térmica vigente al 2005 de las estadísticas de CAMESA (25% del parque instalado) y asumimos un 20% en el caso de las hidroeléctricas, para finalmente considerar que las nucleares despachan prácticamente al 100% de su potencia instalada.

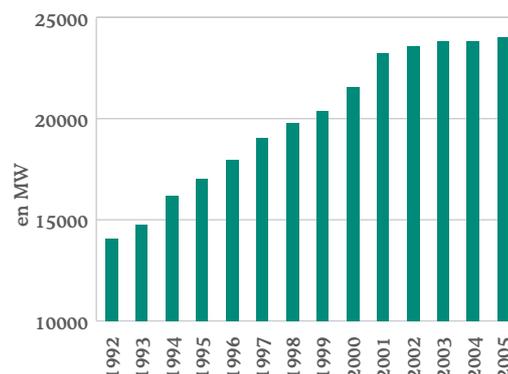
Obsérvese en el cuadro adjunto la ajustada situación al 31/07 fecha de la máxima potencia requerida en el corriente año con sólo una oferta excedente de 1382 MW sobre la base del cálculo antedicha. Es importante, remarcar porque utilizamos el dato de Potencia y no el de Generación ya que como se puede observar cuando se refiere al dato de Potencia promedio surge que los problemas no se encuentran en la generación de electricidad en el promedio del mes sino en picos puntuales y que los cortes de producirse se extenderán a esos picos y abarcaran a zonas específicas o clientes específicos.

Bajo los supuestos anteriores es que se ha confeccionado el gráfico adjunto donde se puede apreciar que existiría un balance muy ajustado entre requerimiento y potencia neta efectiva hasta el 2008, consiguiendo satisfacerse pero sin Potencia adicional de reserva lo que revela la fragilidad de la situación.

Jorge Lamela

jorge.lamela@bancofrances.com.ar

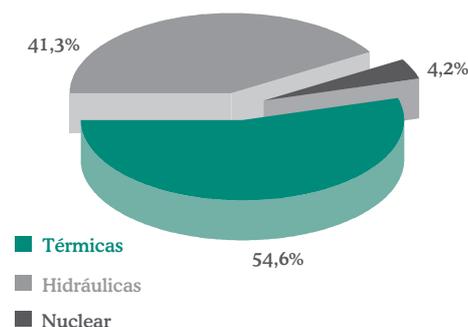
Evolución Potencia Bruta Efectiva Instalada



Fuente: Serv. de Est. Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de CAMESA

Composición de la Potencia por Tipo de Central

Año 2005



Fuente: Serv. de Est. Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de CAMESA

| Período | Crecimiento % | | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------|
| | Dem. Electricidad | PIB constante | Elasticidad |
| 1994-1992 | 15,6% | 11,9% | 1,3 |
| 1998-1995 | 20,0% | 18,5% | 1,1 |
| 2005-2002 | 20,9% | 29,6% | 0,7 |
| 2005-2003 | 13,8% | 19,0% | 0,7 |

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de CAMESA y Ministerio de Economía

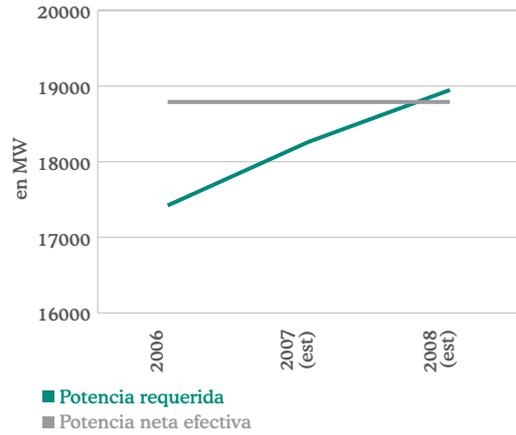
Situación al mes de Julio/06

| Concepto | MW |
|--|--------------|
| 1. <u>Oferta Bruta Efectiva</u> | <u>24046</u> |
| 2. <u>Indisponibilidades:</u> | <u>5264</u> |
| Generación térmica | 3277 |
| Generación hidráulica | 1987 |
| Generación nuclear | 0 |
| 3. <u>Oferta Neta Efectiva (1 - 2)</u> | <u>18782</u> |
| 4. <u>Demanda pico 31/07</u> | <u>17400</u> |
| 5. <u>Oferta excedente (4 - 3)</u> | <u>1382</u> |
| 6. <u>Demanda promedio julio/06</u> | <u>12646</u> |

Fuente: Serv. de Est. Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de CAMESA

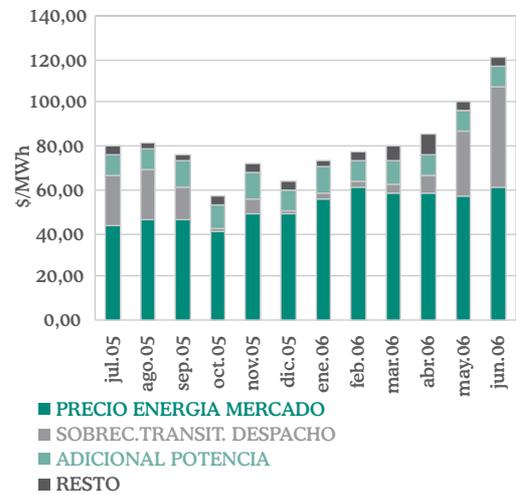
Potencia Requerida y Potencia Neta Efectiva

(en picos horarios)



Fuente: Serv. de Est. Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de CAMMESA

Precio Monómico Spot



Fuente: Serv. de Est. Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de CAMMESA

Situación de precios relativos

| Precios | Variación % Junio'06/Dic'01 |
|---------------|--------------------------------|
| Monómico Spot | 452,2% |
| Mayorista | 86,5% |
| Minorista | 18,5% |

Fuente: Serv. de Est. Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de CAMMESA e Indec

Es oportuno remarcar los factores de riesgo existentes en esta situación reseñada: a) en el caso de la oferta, la posibilidad de que la indisponibilidad sea mayor debido a factores climáticos (menores lluvias o nieve en las hidráulicas) o problemas técnicos (nucleares y térmicas); b) en el caso de la demanda, que se registren incrementos superiores como consecuencia de temperaturas más altas o más bajas que las promedio en los períodos estival o invernal, repectivamente.

La distorsión en los precios relativos de la energía eléctrica

El precio de generación de la energía eléctrica (spot monómico) muestra un valor similar al vigente en el período anterior a la salida de la Convertibilidad si lo medimos en dólares corrientes e incluso ha subido ligeramente si lo comparamos con el precio ajustado por el Índice de Precios Mayoristas. En el año 2001 el precio se ubicaba en u\$s 23,32 por MW hora, cayendo marcadamente luego de la devaluación a u\$s 8,70 y luego comenzar su repunte en la medida que los precios de los combustibles, en particular gas natural recuperaba su valor en dólar y se hacía necesario un mayor uso de combustibles alternativos (más caros) ante la falta de gas natural. Hacia el 2005 el valor promedio anual se encontraba en u\$s 22,68 por MWh.

Pero debemos tener en cuenta que éste no es el precio que cobra el generador y paga el distribuidor o usuario directo. En el caso de los distribuidores el precio que abonan por la energía eléctrica consumida y que surge de los valores estacionales estimados por CAMMESA, se ubica por debajo del valor vigente antes de la salida de la Convertibilidad con cualquier de las dos medidas antes mencionadas. El valor que en el año 2001 se ubicaba en u\$s/MWh 25,09 se ubica en el 2005 en 17,09.

La diferencia está vinculada con el uso de combustibles alternativos para la generación de energía eléctrica ante la dificultad de abastecer con gas natural a las térmicas y su reemplazo por fuel oil/gas oil, situación que se hace más acuciante en los meses de invierno. Como se puede observar en el gráfico adjunto el denominado Sobrecargo Transitorio de Despacho cobra mayor peso dentro de la estructura del Precio Monómico Spot de la energía en los meses de invierno cuando aumenta la utilización de los combustibles alternativos y surge del cálculo de la diferencia existente entre esa generación con combustibles alternativos y el costo que se registraría si hubiera plena disponibilidad de gas natural.

Los distintos Fondos de Estabilización de CAMMESA se constituyen fundamentalmente con estas acreencias de las generadoras, de las cuales el Gobierno, a través de aportes a CAMMESA, ha ido cubriendo costos operativos de las generadoras como así también el 35% de las mismas. El 65% restante de esta diferencia se reflejará en la participación futura de los poseedores de estas acreencias en las dos centrales térmicas recientemente licitadas.

Asimismo, la distorsión de precios relativos de la energía eléctrica se traslada de los distribuidores a los usuarios, especialmente los residenciales cuyo tarifas prácticamente no han sufrido ajustes desde fines del 2001 a la fecha. Recordemos que aproximadamente un 30% del total de la energía eléctrica entregada por las distribuidoras se dirige a abastecer a usuarios residenciales. En cambio, en el resto de los usuarios ya se trate de mayoristas que contratan directamente a través de CAMMESA o bien pasen por las distribuidoras sí ha existido un ajuste paulatino de sus tarifas. La fuerte distorsión en la situación de precios se aprecia claramente en el cuadro adjunto donde se detallan los incrementos nominales de precios desde el 2001 a la fecha.

Conclusiones:

- La falta de nuevas inversiones en el sector eléctrico junto con una robusta expansión de la demanda provoca un balance muy ajustado entre oferta y demanda.
- La menor disponibilidad de gas natural ha incrementado los costos de producción de energía térmica debido a su sustitución por fuel oil/gas oil (cuyos precios siguen la evolución del petróleo crudo internacional).
- Como las tarifas minoristas están prácticamente congeladas y las mayoristas han aumentado en menor medida que el costo de producción el Estado está cubriendo la diferencia mediante préstamos a CAMMESA.

- d) A futuro la expansión del sistema eléctrico, dada la incertidumbre de precios relativos, será financiada conjuntamente por el Estado y los actores actuales del mercado (generadoras por las acreencias y grandes consumidores por los cargos específicos sobre su consumo).
- e) De concretarse la inversión proyectada en las dos centrales térmicas, el balance para el 2008 para atender la demanda en horas pico estaría más holgado ya que se agregarían 1.600 MW a la potencia instalada. La inversión necesaria rondaría los u\$s 900 millones y estaría financiada en parte por el FONIVEMEN (sus ingresos provienen de cargos aplicados a los Grandes Usuarios) en la actualidad cuenta con aproximadamente u\$s 100 millones y por el Estado en parte como pago por las acreencias acumuladas por las generadoras (alrededor de u\$s 350 millones). Asimismo, existe la intención oficial de llamar a participar a actores privados en su financiamiento pero permanecen dudas sobre la tasa de rendimiento frente al riesgo.
- f) A esto se agregarían 745 MW de potencia nuclear con la finalización de la Central Atucha II hacia el 2010 y 1.272 MW con la elevación de la cota de la Central de Yacretá a 83 metros hacia el 2009. Ambas obras se encuentran demoradas y serían financiadas por el Estado.
- g) A partir del acuerdo con la Unión Industrial Argentina el Gobierno emitió la Resolución N° 1281/06 de la Secretaría de Energía, adoptando las siguientes medidas para garantizar el suministro en el año entrante:
- Se prioriza el consumo residencial y de aquellos consumidores cuya demanda no supere los 300 KW de potencia (comercio y pequeñas industrias).
 - Se establece para los Grandes Usuarios Mayoristas (GUMAs), los Grandes Usuarios Menores (GUMEs), como así también las Grandes Demandas de clientes de cada Agente Distribuidor o Prestador de Servicio cuyo consumo se ubique por encima de los 300 KW de potencia, que sólo podrán contratar respaldo físico por el consumo registrado en el año 2005 (Demanda Base).
 - Se crea el Servicio Energía Plus por el cual se busca contar con generación adicional de energía. El servicio puede ser brindado por Agentes Generadores, Cogeneradores y Autogeneradores que a la fecha no sean agentes del Mercado Eléctrico Mayorista que provean energía adicional.
 - Los demandantes del Servicio Energía Plus serán los GUMAs, GUMEs y las Grandes Demanda de clientes cuyo consumo se ubique por encima de los 300 KW de potencia, para respaldar su abastecimiento por sobre lo efectivamente demandado en el año 2005.
 - Para este fin el contrato de abastecimiento que firmen las partes por la potencia adicional acordada se establecerá como contraprestación un precio monómico compuesto por los costos asociados a su generación y un margen de utilidad que será definido por la Secretaría de Energía.

Variación interanual de agregados monetarios

| | Dic-05 | Sep-06 |
|---------------------------------|--------|--------|
| M2 (Prog.Monet.) | 25,0% | 20,2% |
| Agregados privados: | | |
| M2 privado | 26,8% | 21,8% |
| Circulante en poder del público | 30,0% | 24,9% |
| Depósitos a la vista privados | 24,0% | 18,9% |

Fuente: BBVA y BCRA

Factores de variación de la Base Monetaria

| var. en mill. de \$ | Acum. Ene-Sep | | var. % |
|--|---------------|-------------|------------|
| | 2005 | 2006 | |
| Sector Externo Privado (en mill. De U\$S) | 22,7 7,8 | 29,8 9,7 | 32% 25% |
| Absorción neta total | -22,5 | -15,1 | -33% |
| Sector público neto | -2,1 | -4,0 | 88% |
| Sector Fciero neto | -8,6 | -2,5 | -70% |
| Letras y Notas | -11,1 | -8,5 | -23% |
| Otros | -0,7 | -0,1 | -90% |
| Base Monetaria | 0,2 | 14,7 | 8813% |

Fuente: BBVA y BCRA

Agregados monetarios / PIB

| % del PIB | 2004 | 2005 | 2006 2/ |
|---------------------------------|-------|-------|---------|
| BMA | 10,5% | 9,9% | 9,8% |
| Circulante en poder del público | 6,2% | 6,7% | 6,9% |
| M2 total | 16,4% | 17,1% | 17,2% |
| M2 privado | 13,5% | 14,2% | 14,3% |
| Depósitos totales | 21,1% | 21,3% | 20,9% |

1/ Promedios del año / PIB

2/ Pdio últimos 12 meses a septiembre.

Fuente: BBVA y BCRA

Mercado de Fondos prestables

| % del PIB | 2004 | 2005 | 2006 2/ |
|----------------------------|-------|-------|---------|
| Demanda de fondos: | 12,5% | 14,5% | 16,4% |
| Préstamos privados | 6,7% | 7,3% | 8,0% |
| Lebac, Nobac y Pases | | | |
| Pasivos | 1,6% | 4,0% | 5,5% |
| Integración de efvo mínimo | 4,3% | 3,2% | 2,9% |
| Oferta de fondos: | | | |
| Depósitos totales | 21,1% | 21,3% | 20,4% |

1/ Promedios del año / PIB

2/ Pdio últimos 12 meses a septiembre.

Fuente: BBVA y BCRA.

4. Entorno Monetario

El Programa Monetario 2006 y perspectivas para el 2007

Con los 3 primeros trimestres del año ya cerrados, el Banco Central ha cumplido con los objetivos de su Programa monetario. El ritmo de crecimiento del agregado monetario M2 ha desacelerado acercándose a la banda inferior de la meta creciendo menos de un 10% en el acumulado de este año hasta el mes de septiembre.

Estimamos que el M2 podría crecer aproximadamente un 14% este año, teniendo en cuenta que el último trimestre, en particular diciembre, es siempre más expansivo por el aumento en la demanda estacional de dinero del público.

Excluyendo las operaciones del sector público, también se advierte una desaceleración de los agregados del sector privado lo cual confirma que la política monetaria fue más restrictiva que durante el año 2005.

El objetivo de acumulación de reservas y la presión que resultó reponerlas luego de la cancelación de deuda con el FMI, activó la intervención cambiaria: se compraron U\$S 9.700 millones a septiembre, un 25% de aumento comparando con igual período del año 2005.

Pero el nuevo compromiso de manejar la cantidad de dinero medida por el M2, provocó un giro en la política monetaria del BCRA, en tanto que en el año anterior las metas sobre base monetaria obligaron a esterilizar prácticamente la totalidad de ese dinero, durante el 2006 la estrategia fue subir las exigencias de efectivo mínimo, lo cual se aplicó en dos oportunidades distintas en el curso del año.

Mediante esta política se produjo una baja en el multiplicador del dinero y como contrapartida hubo mayor capacidad de emisión de dinero primario, como muestra el cuadro. A fin del 2do trimestre del año, la suba de las exigencias de efectivo mínimo dispuesta fue en un principio muy fuerte porque no sólo se subieron 2 puntos porcentuales las exigencias sobre los depósitos a la vista, sino que se eliminó la utilización del efectivo en bancos para computar la integración. Esta última medida fue parcialmente postergada (sin fecha a futuro) porque implicaba dificultades de caja para el sistema financiero y en definitiva, el BCRA contaba con margen para cumplir holgadamente el Programa Monetario del año.

En cuanto al año próximo, como el Banco Central todavía no presentó su programa monetario para el 2007, a priori partimos de dos premisas en las cuales suponemos deberá apoyarse debido a que probablemente la meta de inflación seguirá en niveles similares:

- 1) La oferta de dólares del sector externo privado continuará alta en el orden de los U\$S 10.000 millones.
- 2) Las metas de crecimiento del agregado M2 no superarían a las del 2006. El Banco Central no debería acelerar el crecimiento de esta variable ya que la inflación seguiría en niveles muy parecidos a los de este año.

Estas dos premisas podrían llevar nuevamente a un escenario en el que el Banco Central apela a seguir subiendo las exigencias de efectivo mínimo para ajustarse al programa monetario, o le confiere más flexibilidad a la política cambiaria, y aún con el riesgo de poner algo de presión en el mercado de las tasas de interés.

Los agregados monetarios en términos del PIB se estabilizan

Resulta remarcable que los agregados monetarios en pesos que reflejan la demanda de dinero no han mostrado crecimiento en términos del PIB en los últimos años, y probablemente seguirán en esos niveles en el marco de la actual política económica.

Mirando el mercado de fondos prestables, la oferta estaría dada principalmente por los depósitos totales que se encuentran estabilizados en términos del PIB. Paralelamente la demanda de fondos prestables del sistema financiero ha crecido a un ritmo de 2 puntos del PIB por año. Esta demanda de fondos estaría constituida principalmente por los préstamos al sector privado, las Lebac, Nobac y Pases pasivos y por último las necesidades de integración de efectivo

mínimo del sistema. Los préstamos privados en pesos están creciendo a un ritmo del 40% anual, si bien partiendo de una base muy baja y también el stock de Lebac y Nobac creció un 45% en los últimos 12 meses por las necesidades de absorción del Banco Central. Si bien parte de este desequilibrio se ha estado cubriendo con la venta de activos públicos por parte del sector financiero, esta dinámica podría no volver a repetirse en el futuro y el ajuste debería darse por la desaceleración en el crecimiento de alguna de estas variables.

En la medida que se produzca un exceso de demanda de fondos prestables habría mayor presión sobre el mercado de tasas de interés, a menos que el Banco Central baje su necesidad de absorción ya sea flexibilizando la meta monetaria o el tipo de cambio.

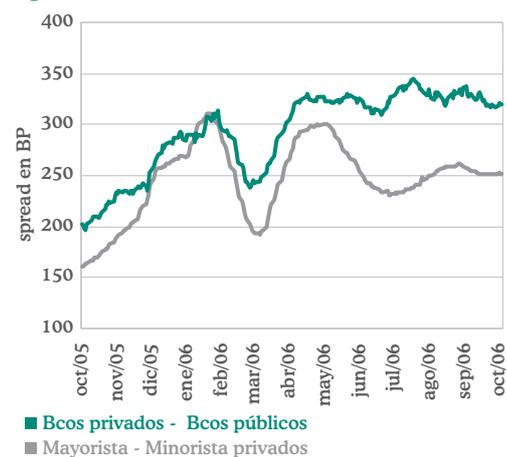
Las tasas de interés más cerca de la neutralidad en términos reales

El mercado de tasas de interés de depósitos a plazos fijos se encuentra muy segmentado principalmente entre depósitos mayoristas y minoristas por un lado, y entre por bancos públicos y privados por el otro, por lo tanto, no podemos hablar de una sola tasa de interés. En el gráfico se muestra la magnitud de los spreads entre algunas tasas promedio representativas de dichos segmentos.

Sin embargo, en todos los casos las tasas de interés han evolucionado hacia un terreno menos negativo en términos reales, tanto por el aumento gradual de las tasas nominales como por la baja en la tasa de inflación esperada generada por un cambio de expectativas ante la política de precios administrados del gobierno que redujo el ritmo de aumento del IPC. En el gráfico, presentamos dos tasas de bancos privados representativas: el promedio general y la tasa mayorista para plazos de entre 30 y 44 días. En estos plazos se concentran el 75% de los plazos fijos que se realizan en bancos privados.

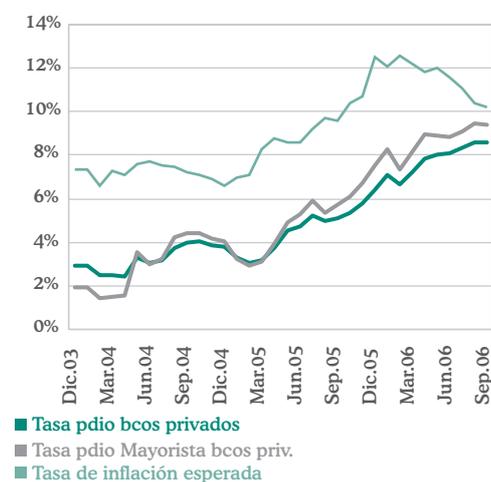
Con respecto al mercado de Lebac y Nobac, el Banco Central ha sido más activo en el curso de este año en cuanto al ajuste de tasas que el mercado de depósitos. Ante el riesgo de la acumulación de vencimientos de fin del año pasado, se activó la colocación de instrumentos a más largo plazo ajustables por la tasa Badlar (mayorista) que hoy representan más del 60% del total de la cartera de Lebac y Nobac. Si bien en un principio se emitieron con un rendimiento promedio del 4% sobre Badlar privada a plazo de 1 año, hoy ese rendimiento se encuentra ligeramente por encima del 1%. En tasa fija a un año el Banco Central está pagando actualmente tasas que se encuentran por encima de la inflación esperada por lo que no quedaría margen para mayores ajustes debido a que las tasas se encuentran más equilibradas que en el mercado de depósitos. Por otro lado, el riesgo de un deterioro en el resultado cuasifiscal probablemente llevaría al Banco Central a aplicar otras políticas alternativas al alza de tasas de interés para sincronizar sus objetivos de política monetaria.

Spreads entre tasas de interés



Fuente: BCRA

Tasas de interés bancos privados



Fuente: BCRA

Argentina

| Indicadores Económicos Básicos | 2005 | 2006(e) | 2007(e) |
|---|-------|---------|---------|
| Actividad | | | |
| PBI Nominal (\$, miles de millones) | 531,9 | 645,7 | 755,7 |
| PBI Nominal (USD miles de millones) | 181,0 | 208,2 | 238,4 |
| PBI Real (Variación %) | 9,2 | 8,1 | 6,8 |
| Tasa de desempleo (promedio anual) | 11,6 | 9,9 | 8,5 |
| Precios | | | |
| PBI Deflactor (Var. % prom.) | 8,8 | 11,7 | 10,2 |
| IPC (Var. %, fin de año) | 12,3 | 10,0 | 10,0 |
| Sector Externo | | | |
| Exportaciones (USD miles de millones) | 40,1 | 44,3 | 48,1 |
| Importaciones (USD miles de millones) | 28,7 | 33,5 | 38,6 |
| Balance Comercial (USD miles de millones) | 11,4 | 10,8 | 9,5 |
| Saldo Cuenta Corriente (USD miles de millones) | 5,8 | 6,4 | 4,8 |
| Tipo cambio nominal (\$/USD, fin período) | 3,05 | 3,14 | 3,20 |
| Tipo cambio Real Bilateral (\$/USD, fin de período) ^{1a/} | 1,95 | 1,87 | 1,79 |
| Tipo de Cambio Real Multilateral, (\$/USD, fin de período) ^{1b/} | 2,26 | 2,23 | 2,16 |
| Deuda externa privada (USD miles de millones) ^{6/} | 53,3 | 50,1 | n.d. |
| Sector Financiero | | | |
| Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) ^{2/} | 98,5 | 118,2 | 138,4 |
| Depósitos sector privado Var. anual % | 21,4 | 20,0 | 17,0 |
| Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) ^{2/} | 52,6 | 73,0 | 94,7 |
| Préstamos al Sector privado Var. anual % | 36,0 | 38,9 | 29,8 |
| Tasa de interés Bcos Privados Dep 30-44 días (fin año) | 6,4 | 8,7 | 10,8 |
| Reservas internacionales del BCRA (USD miles de millones) ^{3/} | 28,1 | 30,5 | 40,0 |
| Sector Público | | | |
| Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) ^{4/} | 19,7 | 23,0 | 22,6 |
| Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) ^{4/} | 9,4 | 13,1 | 13,4 |
| Deuda pública total (USD miles de millones) ^{5/} | 128,6 | 130,6 | n.d. |
| Deuda pública moneda extranjera (USD miles de millones) ^{5/} | 66,5 | 67,9 | n.d. |
| Deuda pública externa (USD miles de millones) ^{6/} | 63,9 | 56,7 | n.d. |

| Indicadores de Riesgo (%) | 2005 | 2006(e) | 2007(e) |
|-------------------------------|------|---------|---------|
| Cuenta Corriente/PBI | 3,2 | 3,1 | 2,0 |
| Balanza Comercial/PIB | 6,3 | 5,2 | 4,0 |
| Exportaciones/PIB | 22,2 | 21,3 | 20,2 |
| Importaciones/PIB | 15,8 | 16,1 | 16,2 |
| Resultado fiscal primario/PBI | 3,7 | 3,6 | 3,0 |
| Deuda pública/PBI | 71,1 | 62,7 | n.d. |
| Deuda pública externa/PBI | 35,3 | 27,2 | 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

^{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 31/03/2006 (excluye holdouts). Sec. Financiamiento

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

Aumento (disminución) implica depreciación (apreciación)

Contexto Internacional

| | PIB Real (%) | | | | Inflación (% , promedio) | | | |
|--------|--------------|------|------|------|--------------------------|------|------|------|
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| EE.UU. | 4,2 | 3,2 | 3,3 | 2,8 | 2,7 | 3,4 | 3,6 | 2,1 |
| UEM | 1,8 | 1,5 | 2,5 | 2,2 | 2,1 | 2,2 | 2,2 | 2,1 |
| Japón | 2,7 | 2,7 | 3,0 | 3,0 | 0,0 | -0,3 | 0,4 | 0,5 |
| China | 10,1 | 10,2 | 10,4 | 9,5 | 3,9 | 1,8 | 1,5 | 2,0 |

| | Tasa oficial (% , fin de período) | | | | Tipo de cambio (frente \$, fin de período) | | | |
|------------------|-----------------------------------|--------|--------|--------|---|--------|--------|--------|
| | 30/09/06 | dic-06 | jun-07 | dic-07 | 30/09/06 | dic-06 | jun-07 | dic-07 |
| EE.UU. | 5,25 | 5,25 | 5,25 | 5,25 | | | | |
| UEM (\$/€) | 3,00 | 3,50 | 4,00 | 4,00 | 1,27 | 1,27 | 1,29 | 1,30 |
| Japón (yenes/\$) | 0,25 | 0,50 | 1,00 | 1,25 | 115 | 115 | 110 | 105 |
| China (cny/\$) | 6,12 | 6,12 | 6,39 | 6,39 | 7,91 | 7,82 | 7,60 | 7,50 |

América Latina

| | PIB Real (%) | | | | Inflación (% , fin de año) | | | |
|--------------------|--------------|------------|------------|------------|----------------------------|------------|------------|------------|
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| Argentina | 9,0 | 9,2 | 8,1 | 6,8 | 6,1 | 12,3 | 10,0 | 10,0 |
| Brasil | 4,9 | 2,3 | 3,3 | 3,0 | 7,6 | 5,7 | 3,2 | 4,5 |
| Chile | 6,2 | 6,3 | 5,0 | 5,5 | 2,4 | 3,7 | 2,9 | 2,4 |
| Colombia | 4,8 | 5,2 | 4,8 | 4,6 | 5,5 | 4,9 | 4,6 | 3,9 |
| México | 4,2 | 3,0 | 4,6 | 3,4 | 5,2 | 3,3 | 3,8 | 3,5 |
| Perú | 5,2 | 6,4 | 6,2 | 5,3 | 3,5 | 1,5 | 1,8 | 2,5 |
| Venezuela | 17,9 | 9,4 | 7,5 | 3,6 | 19,2 | 14,4 | 17,7 | 17,3 |
| LATAM ¹ | 6,0 | 4,4 | 4,8 | 4,0 | 6,8 | 6,0 | 5,1 | 5,4 |
| LATAM Ex-México | 6,6 | 4,9 | 4,9 | 4,2 | 7,3 | 6,9 | 5,6 | 6,1 |

| | Saldo sector público (% PIB) | | | | Saldo cuenta corriente (% PIB) | | | |
|------------------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------------|------------|------------|------------|
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| Argentina ² | 2,6 | 1,8 | 2,0 | 1,8 | 2,3 | 3,2 | 3,1 | 2,0 |
| Brasil | -2,5 | -3,1 | -3,0 | -2,5 | 1,9 | 1,8 | 1,0 | 0,9 |
| Chile ² | 2,4 | 4,9 | 7,6 | 3,9 | 1,7 | 0,6 | 1,9 | 0,9 |
| Colombia | -1,3 | 0,0 | -1,5 | -1,7 | -0,9 | -1,6 | -1,7 | -1,5 |
| México | -0,3 | -0,1 | 0,2 | 0,0 | -1,0 | -0,6 | -0,3 | -1,3 |
| Perú | -1,0 | -3,0 | 0,7 | -1,0 | 0,0 | 1,4 | 0,9 | 0,4 |
| Venezuela ² | -1,9 | 1,6 | -2,3 | -3,1 | 14,1 | 17,7 | 17,6 | 11,8 |
| LATAM ¹ | -0,9 | -0,8 | -0,7 | -0,9 | 1,3 | 2,0 | 1,7 | 0,9 |
| LATAM Ex-México | -1,2 | -1,2 | -1,2 | -1,3 | 2,7 | 3,3 | 2,7 | 2,0 |

¹ Media de los países mencionados. ² Gobierno Central

| | Tipo de cambio (frente \$, fin de año) | | | | Tasas de Interés (% , fin de año) | | | |
|-----------|---|-------|-------|-------|-----------------------------------|------|------|------|
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| Argentina | 2,99 | 3,05 | 3,14 | 3,20 | 3,8 | 6,4 | 8,7 | 10,8 |
| Brasil | 2,72 | 2,28 | 2,25 | 2,40 | 17,8 | 18,0 | 13,5 | 13,5 |
| Chile | 576 | 514 | 540 | 550 | 2,3 | 4,5 | 5,3 | 5,3 |
| Colombia | 2404 | 2279 | 2350 | 2421 | 7,8 | 6,3 | 7,3 | 7,5 |
| México | 11,20 | 10,63 | 10,90 | 11,28 | 8,7 | 8,0 | 7,0 | 6,5 |
| Perú | 3,28 | 3,42 | 3,26 | 3,30 | 3,0 | 3,3 | 4,50 | 5,25 |
| Venezuela | 1920 | 2150 | 2150 | 2408 | 12,4 | 10,9 | 10,1 | 9,8 |

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

Subdirector:
 David Taguas

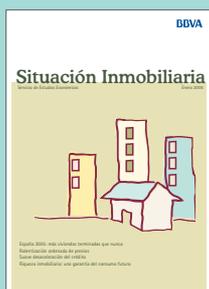
Economistas Jefe:
 Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo
 Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz
 España y Análisis Sectorial: Julián Cubero
 Europa: Sonsoles Castillo
 Investigación y Métodos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni Di Placido
 Argentina: Ernesto Gaba
 Chile: Miguel Cardoso
 Colombia
 Perú: David Tuesta
 Venezuela: Alejandro Punte

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

Tendencias Globales: Joaquín Vial

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.: 482935. 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.