

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 3 / Nro. 9 - Primer trimestre 2007



Necesidad de absorber dólares y política monetaria  
Continúa el crecimiento con inflación de un dígito  
Situación energética  
Precios de los commodities motor del Comercio Exterior

# Indice

Fecha edición: 19 de Enero de 2007

<b>1. Editorial</b>	2
<b>2. Entorno internacional</b>	3
<b>3. Entorno Macroeconómico</b>	5
Actividad Económica	5
Recuadro: Comentarios sobre el vertiginoso crecimiento de la economía argentina	6
Recuadro: ¿Cuánto del ahorro argentino proviene de canales externos?	8
Recuadro: Situación energética para el 2007-2008:	9
Situación laboral	11
La inflación finalmente fue de un dígito en 2006	13
Modelos de Inflación: Proyecciones	15
Evolución del Tipo de cambio	17
Los precios agrícolas lideran el aumento de los precios de exportación	18
Las cuentas públicas continúan sólidas en el 2007	21
<b>4. Entorno Monetario</b>	22
La política monetaria del BCRA y la necesidad de absorber dólares	22
Recuadro: La baja de activos del sector público fue una importante fuente de fondeo principalmente para los bancos privados	25

## 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
Daniel Perrotti	daniel.perrotti@bancofrances.com.ar
Gloria Sorensen	gsorensen@bancofrances.com.ar
Andrea Suárez	asuarez@bancofrances.com.ar

## 1. Editorial

### Continuará el alto crecimiento

En 2006 el PIB aumentaría 8,5% y 7,9% en 2007, de modo que se tendría un ciclo de 5 años, 2003-2007, en el cual la expansión excede largamente a la tasa de crecimiento de largo plazo, del 3%-4% anual. Esta brecha se ha cubierto transitoriamente con mayor uso de la capacidad instalada y mediante una reducción del superávit de la balanza comercial, pero no resulta sostenible a largo plazo.

A partir del ajuste recesivo del año 2002, que generó un fuerte superávit externo, Argentina ha financiado con ahorro nacional al resto del mundo, pero cabe preguntarse si un país en desarrollo, como el nuestro, no debería estimular una mayor inversión financiada también con ahorro externo que permita elevar la tasa de crecimiento de largo plazo.

### Con una inflación del 10%

La inflación de 2006, medida por el aumento del IPC fue del 9.8% y proyectamos un aumento casi igual (10%) para el 2007. La contención de la inflación en un dígito se debe a varios factores: continuidad del superávit fiscal, una política monetaria que comenzó a reducir en 2006 el crecimiento de los agregados monetarios y tendría iguales características en el 2007, suba del salario nominal de manera compatible con la meta de inflación y con los indicadores de productividad. Sin embargo, no puede ignorarse que existe un cierto grado de inflación reprimida a través del congelamiento de tarifas energéticas y de las medidas de contención de exportaciones para presionar a la baja de precios en el mercado interno. Estas políticas ayudan a reducir las expectativas de inflación de corto plazo, pero aumentan la incertidumbre futura porque las distorsiones obligarán a sincerar el sistema de precios en algún momento.

### La mejora en los términos del intercambio favorece el superávit externo

Los términos del intercambio se encuentran por encima del promedio histórico 1986-2006, por la razón fundamental que los precios de importación históricamente caen más a prisa que los precios de exportación, ambos medidos en dólares constantes. Este comportamiento, que por el momento contradice la teoría de Prebisch-Singer de deterioro secular de los términos del intercambio, se debe a que las nuevas grandes economías emergentes, como China e India, impulsan al alza de la demanda de alimentos al mismo tiempo que contribuyen al aumento de la oferta mundial de bienes industriales a bajos precios.

### Políticas para neutralizar el efecto inflacionario de la acumulación de reservas

En el 2006 el gobierno intervino muy poco como comprador de dólares en el mercado de cambios, de modo que el BCRA tuvo que intensificar su política de esterilización monetaria frente al abultado superávit externo. Esta ausencia del gobierno no se debe a menor solvencia fiscal, ya que el superávit primario del 2006 prácticamente se mantuvo en los niveles de 2005 y además, un porcentaje mayor de vencimientos de deuda fue refinanciado. Parte de la explicación es que no se pueden usar los superávit acumulados en la forma de depósitos oficiales, porque durante el 2006 en gran medida fueron generados por el ANSES que debe responder a pasivos contingentes con los jubilados.

Al respecto, analizamos tres posibles políticas no excluyentes que ayudarían a sostener el tipo de cambio nominal y acumular reservas sin efecto inflacionario. El Gobierno podría subir el superávit primario, en los hechos mayores impuestos, para comprar dólares y destinarlos a un fondo de estabilización, lo cual impacta negativamente sobre el gasto privado. El BCRA podría volver a subir las exigencias de efectivo mínimo, con el efecto indeseado de que los bancos se verían obligados a contraer el crédito al sector privado y subiría la tasa de interés. En tercer lugar el BCRA podría seguir colocando deuda remunerada, lo cual también presiona al alza la tasa de interés y eventualmente a déficit cuasifiscal. De estas tres políticas, la más eficiente es subir el superávit porque las restantes al producir un alza en la tasa de interés, inducen mayor entrada de capitales aumentando la presión sobre la compra de dólares por el BCRA.

## 2. Entorno Internacional

### Expansión más globalizada en 2007

El año 2007 será otro buen año de elevado crecimiento económico. Así, la actividad mundial, si bien se moderará levemente, se expandirá a tasas superiores al 4,5%. Será el quinto año consecutivo con una expansión mundial superior al 4%, el ciclo expansivo más intenso desde la crisis petrolera en los años setenta.

Por áreas, la composición seguirá inclinada a favor de las economías emergentes, con Asia a la cabeza. En cuanto a los desarrollados, la zona que más sorpresas positivas ha arrojado a lo largo de 2006 ha sido la zona euro. Así, las perspectivas de crecimiento de los analistas para 2007 en la UEM han corregido al alza de forma significativa, acercándose a nuestro pronóstico central de 2,2%.

Es en la economía estadounidense donde existen más dudas ante la fuerte desaceleración del sector inmobiliario. Sin embargo, existen factores que apuntan a que la economía, y en particular el consumo de los hogares, experimentarán un ajuste suave en 2007. A ello contribuirán la buena marcha del empleo y de la renta y unas condiciones de financiación muy favorables para las familias. Además, la inversión no residencial seguirá siendo un soporte, mientras que el sector exterior dejará de drenar al crecimiento, por primera vez desde mediados de los noventa.

La buena evolución de la inversión no se limita sólo a la economía de EE.UU. Así, una de las principales características del actual ciclo expansivo es que el sector empresarial está en una posición muy favorable a nivel global. Los beneficios empresariales seguirán creciendo a tasas muy significativas. En EE.UU., por ejemplo, las estimaciones apuntan a que puedan hacerlo por encima del 10% en 2007, si bien significan una moderación respecto al 20% de 2006, cifra no vista desde el *boom* tecnológico de 2000. Esta situación seguirá, a su vez, contribuyendo a que la actividad de fusiones y adquisiciones continúe en los próximos meses, lo que apoyará la evolución de las bolsas.

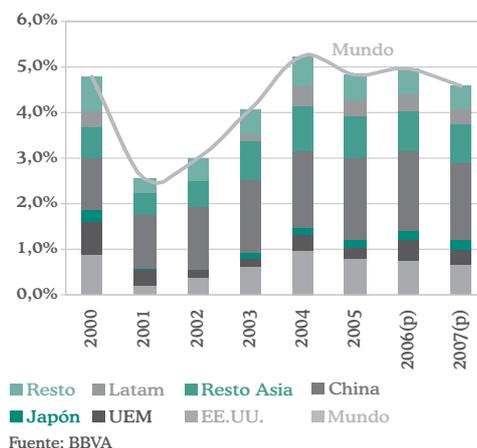
El mundo emergente no ha estado al margen de este *boom* inversor. La ratio de inversión sobre producto se sitúa en máximos de los últimos 20 años. Ahora bien, este dinamismo está muy focalizado en las economías asiáticas, donde ha vuelto a los niveles previos a la crisis de los noventa. Esto no se observa en otras zonas emergentes, como América Latina o Medio Oriente, donde los ratios están muy por debajo de los máximos alcanzados en ciclos expansivos anteriores.

A pesar de ello, la elevada tasa de ahorro de las economías emergentes, superior a la tasa de inversión, seguirá generando un patrón de crecimiento global con importantes desequilibrios. Así, la brecha en la balanza corriente entre el grupo de países acreedores netos (emergentes) y de deudores netos (desarrollados) seguirá siendo muy elevada, representando alrededor de 2,5 puntos del producto mundial. Sin embargo, esta tendencia podría haber comenzado a estabilizarse en 2006. De hecho, el déficit estadounidense, actualmente por encima del 6,5% del PIB, habría tocado máximos y comenzaría a revertir levemente, alrededor de un punto en los próximos dos años.

### Bancos Centrales: atentos a las condiciones financieras

La política monetaria seguirá normalizándose en zonas como Japón o Europa. En el primer caso, además de la actividad, las perspectivas de una tendencia positiva de la inflación marcará la pauta de subidas graduales de las tasas de interés oficiales, hasta situarlos en niveles alrededor del 1%. Por su parte, el BCE confirmará nuestro escenario central de tasas al 4% en el primer semestre del año, algo que el mercado no incorporaba hace unos meses.

### Crecimiento mundial y Contribución por áreas (%)



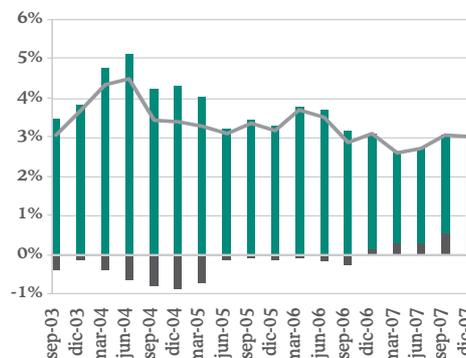
### Crecimiento del PIB (en %)

	2005	2006	2007e
EE.UU.	3,2	3,3	2,8
UEM	1,5	2,7	2,2
Japón	1,9	2,2	2,0
China	9,9	10,4	9,5
Latam	4,4	4,9	4,1
Mundo	4,9	5,0	4,7

Fuente: BBVA

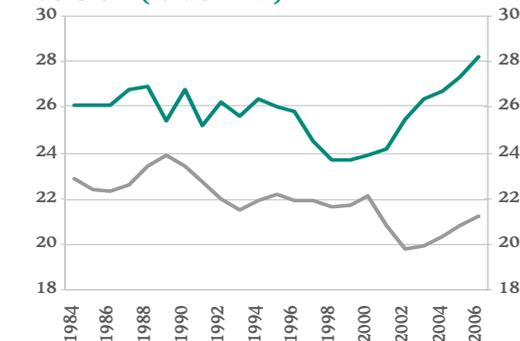
### EE.UU.: crecimiento y contribuciones DI y DE

(en % anual)



Fuente: BBVA

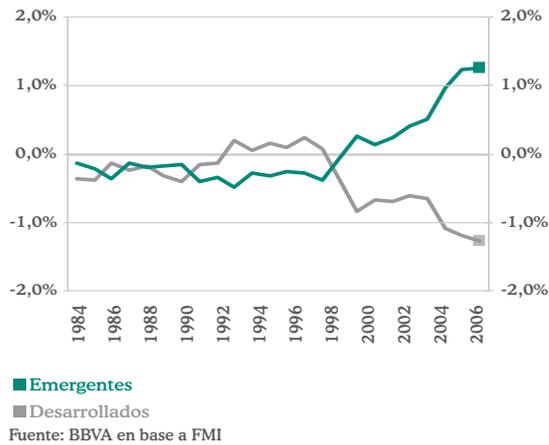
### Inversión (% del PIB)



Fuente: BBVA

### Balanza por Cuenta Corriente

(% del PIB mundial)

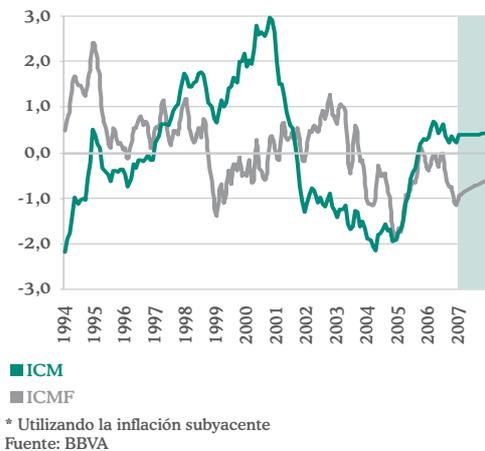


### Previsiones financieras (fin de año)

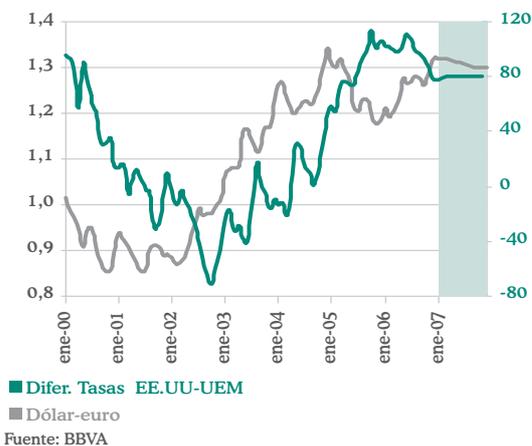
	2005	2006	2007e
<b>Tasas oficiales</b>			
EE.UU	4,25	5,25	5,25
UEM	2,25	3,50	4,00
<b>Tasas a 10 años</b>			
EE.UU	4,5	4,7	4,9
UEM	3,4	3,9	4,1
Dólar-euro	1,19	1,32	1,30

Fuente: BBVA

### EE.UU: ICMF e ICM \*



### Dólar-euro vs. diferencial de tasas a 10 años EE.UU.-UEM



Es en EE.UU. donde todavía quedan dudas por despejar. Hasta hace poco, el mercado apostaba firmemente hacia una relajación en la política monetaria de la Reserva Federal a mediados de este año. Sin embargo, en el último mes, los mercados han corregido sus expectativas al alza de manera significativa incorporando un entorno más benigno de actividad económica. Nuestro escenario más plausible es de estabilidad de tasas de la Fed en 2007 ante las perspectivas de moderación económica suave e inflación subyacente aún elevada, por encima del rango de tolerancia de la Fed (2% para el deflactor subyacente del consumo).

Existen además unas condiciones financieras muy laxas, que harán que la Fed sea muy cautelosa a la hora de plantearse una relajación de su política monetaria. De hecho, estas condiciones financieras, que incorporan además de las tasas de corto plazo los precios de la renta fija, de la renta variable y de la divisa, están más relajadas que cuando las tasas estaban en el 1% en 2003-2004. Algo similar ocurre en Europa: las condiciones financieras están en niveles de relajación similares que en 2004, cuando el BCE tenía las tasas en el 2%.

En todo caso, es previsible que la elevada liquidez internacional y la relajación financiera continúen en 2007, sobre todo en EE.UU. En primer lugar, como se menciona anteriormente, las bolsas podrían seguir creciendo a tasas de dos dígitos. En segundo, las tasas de interés de largo plazo tienen importantes límites para subir, a la vista de la renovada demanda de deuda proveniente de los inversores extranjeros, en particular de los asiáticos. En definitiva, no cabe esperar que las pendientes de las curvas de tasas, hoy planas o invertidas, se tornen positivas, incluso en países con ciclos de política monetaria aún inmaduros. Finalmente, en tercer lugar, aunque no se contempla una depreciación adicional del dólar con el euro en el escenario central de tasas, la divisa estadounidense se mantendrá en niveles algo depreciados respecto a sus valores de largo plazo.

### Incertidumbres más localizadas

El escenario central de elevado crecimiento global, ciclo inversor renovado, inflación controlada y políticas monetarias neutras no está exento, sin embargo, de incertidumbres. Dichos riesgos provienen principalmente de dos factores. El primero, un nuevo choque de oferta petrolera que vuelva a disparar el precio del crudo generando mayores presiones inflacionistas en el corto plazo y efectos recesivos a medio plazo. Sin embargo, aunque el riesgo geopolítico permanece, la evolución reciente del precio del petróleo parece confirmar el escenario central de moderación hasta niveles de 50-55 \$/barril a lo largo de 2007. Además, el anclaje de las expectativas de inflación de medio plazo y las ganancias en cuanto a eficiencia energética de las economías parecen permanentes.

El principal factor de riesgo en la actualidad proviene de la economía estadounidense. En particular, de la magnitud y duración del ajuste del sector inmobiliario. Y, sobre todo, cuánto impactará en el consumo de los hogares y otras economías. De momento, como se mencionaba anteriormente, hay factores de soporte que siguen avalando el escenario de ajuste suave como el más probable.

En cualquier caso, el balance de riesgos a medio plazo es a la baja para las tasas de interés y de depreciación para el dólar.

### 3. Entorno Macroeconómico

#### Actividad Económica

El año 2006 finalizaría con un incremento del PIB del orden del 8,5%, crecimiento que representa una mínima desaceleración respecto al registrado durante el 2006 (9,2%). De esta forma, si el dato del cuarto trimestre (que se conocerá en marzo) confirma nuestra proyección, la actividad económica lograría acumular una expansión del 40% durante los 4 años posteriores a la crisis.

Al igual que en los años anteriores, el componente más dinámico de la demanda agregada continúa siendo la Inversión bruta interna. Aunque la tendencia de los últimos años muestra una paulatina desaceleración en las tasas de crecimiento, el pasado año, la Inversión habría crecido levemente por debajo del 20%, y de esta forma podría superar la máxima participación en el PIB observada durante la Convertibilidad (21,1%) al ubicarse esta medida en 21,8%. Al analizar el desagregado de la variable se verifica que la incidencia de Construcción y de Equipo durable fue similar, en tanto que dentro de esta última el Equipo durable importado muestra una diferencia positiva respecto al nacional.

Por otro lado, el crecimiento del Consumo privado durante el pasado año se ubicaría en torno al 7,5%, sostenido por la paulatina mejora en la confianza y en los aumentos de la masa salarial. Al agregar el crecimiento del Consumo y el de la Inversión (Absorción interna) encontramos que ambos componentes conjuntamente se expanden a una tasa por encima a la que lo hace el PIB lo cual es posible a partir del desmejoramiento del saldo positivo del la balanza de bienes y servicios ( $X - M$ ) conseguida luego de la crisis (ver "Recuadro: Comentarios sobre el vertiginoso crecimiento de la economía argentina" publicado en esta edición).

Desde el punto de vista de los sectores de oferta, la Construcción continuó liderando como motor de crecimiento y dentro de los sectores productores de bienes se destaca la performance de alcanzada por la Industria en tanto que el Agro no consolidó un buen desempeño como consecuencia de las malas cosechas obtenidas durante el primer trimestre del año. En cuanto a los sectores productores de servicios se destacó la rama Transporte, almacenamiento y comunicaciones, debido al aumento en el transporte de mercaderías generadas por el mayor nivel de actividad y el aumento continuo en la telefonía celular. Finalmente debe señalarse el importante crecimiento de intermediación financiera que se origina a partir de la recuperación de este sector luego de la depresión sufrida durante la pasada crisis.

#### Proyecciones

Según nuestras estimaciones, durante el presente año la expansión del nivel de actividad desacelera levemente respecto a la del 2006, aún cuando la tasa de crecimiento se mantendrá todavía muy elevada (entorno al 7,9%).

Siguiendo una evolución semejante a la del 2006, el componente más dinámico continuará siendo la Inversión la cual prevemos que se incremente al 16%, y que pueda alcanzar una participación del PIB del 23,5%.

Por otro lado el Consumo privado, a pesar de la buena performance esperada (7%), perdería nuevamente participación en el PIB. Debe considerarse que esta tendencia a una paulatina caída de participación del Consumo en el Producto responde a un modelo que arroja superávit en la cuenta corriente de la balanza del pago, lo cual es un reflejo de exceso de ahorro privado sobre la inversión (ver "Recuadro: Comentarios sobre el vertiginoso crecimiento de la economía argentina" publicado en esta edición).

En una visión de más largo plazo el crecimiento del PIB hacia el 2009 iría convergiendo al nivel potencial de la economía, estimado entorno al 4% el cual se asentaría en el aumento del stock de capital alcanzado a partir de la importante inversión en maquinaria y equipo durable registrado durante esta etapa.

#### 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	7,7%	2,2%
III '06	8,7%	2,6%

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

#### Evolución de la Inversión

serie en pesos a precios de 1993

	IBIF		Construcción	Equipo Durable
	var. %	IBIF / PIB	var. %	var. %
1998	6,5%	21,1%	5,8%	7,6%
1999	-12,6%	19,1%	-10,8%	-15,0%
2000	-6,8%	17,9%	-5,3%	-9,0%
2001	-15,7%	15,8%	-9,4%	-25,0%
2002	-36,4%	11,3%	-32,2%	-44,2%
2003	38,2%	14,3%	35,0%	45,3%
2004	34,4%	17,7%	25,8%	52,2%
2005	22,7%	19,8%	20,5%	26,5%
2006 e	19,5%	21,8%	21,3%	19,1%

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%	2,1%	8,5%
2007	3,5%	1,9%	7,9%

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)	7,5%	19,5%	7,0%	17,0%	8,5%
2007 (e)	7,0%	16,0%	7,0%	14,0%	7,9%

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales y elaboración propia.

# Comentarios sobre el vertiginoso crecimiento de la economía argentina

En caso de producirse un shock real de corto plazo en la economía argentina, ¿cuál es la capacidad de reacción y flexibilidad para sortearlo? Existen diferentes maneras de apuntar una respuesta a este interrogante. En este apartado analizaremos una desde la perspectiva de la economía real, partiendo de la identidad macroeconómica que iguala el Producto Bruto Interno con la Absorción Doméstica (Consumo e Inversión) y el Saldo de Bienes y Servicios (Exportaciones menos Importaciones).

$$PBI \equiv A + SC \quad (1)$$

La identidad (1) indica que un crecimiento del PIB por encima de la absorción doméstica tiene como contrapartida un saldo externo favorable (exportaciones superiores a las importaciones).

La dinámica de (1) en los últimos años (cuadros 1 y 2) nos muestra que, si bien la economía argentina viene creciendo desde el año 2003 a una tasa promedio del 8,9% anual, la absorción doméstica va incrementando su participación relativa en términos del PIB (desde un 92,2% en 2002 a un 98,2% estimado en 2006). Por su parte, dado que el PIB sigue siendo superior a la absorción doméstica, el saldo externo se presenta favorable para nuestro país.

## Cuadro 1. Indicadores Agregados Valores Constantes

Valores a Precios Constantes 1993							
Cifras en Millones	1998*	2002	2003	2004	2005	2006 (e)	2007 (e)
PBI	288.123	235.236	256.023	279.141	304.764	330.668	356.791
Absorción Doméstica	296.190	216.925	241.291	269.736	295.982	324.703	353.219
Saldo Comercial	-8.066	18.311	14.732	9.406	8.782	5.966	3.575

\* Año de Referencia de la Convertibilidad  
Fuente: Servicio de Estudios BBVA - Banco Francés en base a datos del INDEC

## Cuadro 2. Indicadores Agregados Valores Constantes (% del PIB)

Participación % sobre PBI. Serie Original a Precios Constantes							
	1998**	2002	2003	2004	2005	2006 (e)	2007 (e)
PBI	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Absorción Doméstica	102,8%	92,2%	94,2%	96,6%	97,1%	98,2%	99,0%
Saldo Comercial	-2,8%	7,8%	5,8%	3,4%	2,9%	1,8%	1,0%

\*\* Año de Referencia de la Convertibilidad  
Fuente: Servicio de Estudios BBVA - Banco Francés en base a datos del INDEC

## ¿Qué inconvenientes pueden surgir del elevado crecimiento del PIB?

De manera agregada se pueden dividir en dos: inconvenientes desde el lado de la demanda e inconvenientes desde el lado de la oferta. Veremos que ambos se encuentran relacionados en la identidad (1).

En cuanto a la *demand*a, los principales motores de la recuperación de la economía argentina en los últimos años han sido el

consumo y la inversión, ambos componentes de la absorción interna. De la identidad (1) se advierte que el incremento de la absorción doméstica, si no es acompañado por un crecimiento en igual o mayor proporción en el PIB, va erosionando el saldo comercial de bienes y servicios con el resto del mundo. Esto es lo que ha sucedido desde el año 2002 en adelante (cuadro 3), en donde entre 2003 y 2006 (estimado), el PIB creció a la ya mencionada tasa promedio anual del 8,9%, y la absorción doméstica a un 10,6%, mientras que el saldo externo – siempre en términos reales - se deterioró a una tasa promedio del 23,6% anual.

## Cuadro 3. Indicadores Agregados Valores Constantes (variaciones interanuales)

Variación Interanual. Serie Original a Precios Constantes					
	2003	2004	2005	2006 (e)	2007 (e)
PBI	8,8%	9,0%	9,2%	8,5%	7,9%
Absorción Doméstica	11,2%	11,8%	9,7%	9,7%	8,8%
Saldo Comercial	-19,5%	-36,2%	-6,6%	-32,1%	-40,1%

Fuente: Servicio de Estudios BBVA - Banco Francés en base a datos del INDEC

Por el lado de la *oferta*, la dinámica de la economía trae aparejados interrogantes sobre la sostenibilidad de los altos niveles de crecimiento en el mediano y largo plazo. Una de las posibles restricciones a la oferta se encuentra en la brecha entre el PIB observado respecto del PIB potencial. En tal sentido, diferentes analistas plantean que el PIB muestra señales de estar alcanzando su valor potencial<sup>1</sup>. Otra posible restricción se vincula al abastecimiento energético.

Superar estas restricciones de oferta en muchos casos depende del paso del tiempo (por ejemplo la construcción de nuevas centrales térmicas), pero en otros casos se presenta la posibilidad de *sustituir* fuentes de producción domésticas por fuentes externas, aunque podría resultar a un costo de oportunidad mayor. Ejemplos de esta sustitución son las compras de fuel oil a Venezuela, o los recientes acuerdos gasíferos con Bolivia, o la sustitución en algunas ramas industriales de insumos domésticos por insumos importados. También se ha utilizado como mecanismo para reducir las restricciones, el redireccionamiento de bienes exportables hacia el mercado local para abastecer a la demanda interna (por ejemplo en las industrias metálicas básicas).

Realizar este tipo de sustituciones, donde sea factible, produce desde el punto de vista de la identidad (1), un deterioro en el saldo externo, ya sea por un aumento en las importaciones (al sustituir fuentes internas por externas), o por una reducción en las exportaciones (al redireccionar exportaciones hacia el mercado local).

## Consideraciones sobre el efecto precio

Si consideramos el efecto precio y observamos los datos de los cuadros 2 y 3 a valores corrientes, podemos advertir que el saldo

<sup>1</sup> Véase por ejemplo, "PIB Potencial y Brecha de Producto: una reestimación", Rodrigo Falbo, Situación Argentina N°7, BBVA Banco Francés, Tercer Trimestre 2006.

externo, entre los años 2002 y 2005, si bien disminuye su participación en el PIB, desciende a una tasa menor (-12,3% promedio anual) a la observada en términos reales (-20,8%), debido a los altos precios internacionales que enfrentaron los principales productos exportados por Argentina. Continuando con este impacto positivo de los precios sobre el sector externo, para los años 2006 y 2007, a diferencia del análisis en términos reales (ver Cuadro 2), el saldo externo se encontraría con un superávit en torno al 5% del PBI durante ambos años.

#### Cuadro 4. Indicadores Agregados Valores Corrientes (% del PIB)

Participación % sobre PBI. Serie Original a Precios Corrientes	1998*				
	1998*	2002	2003	2004	2005
PBI	100%	100%	100%	100%	100%
Absorción Doméstica	102,5%	85,0%	88,8%	92,7%	94,1%
Saldo Comercial	-2,5%	15,0%	11,2%	7,3%	5,9%

\* Año de Referencia de la Convertibilidad  
Fuente: Servicio de Estudios BBVA - Banco Francés en base a datos del INDEC

#### Cuadro 5. Indicadores Agregados Valores Corrientes (variaciones interanuales)

Variación Interanual. Serie Original a Precios Corrientes	2003			2004			2005		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
PBI	20,3%	19,1%	18,8%	20,3%	19,1%	18,8%	20,3%	19,1%	18,8%
Absorción Doméstica	25,6%	24,3%	20,7%	25,6%	24,3%	20,7%	25,6%	24,3%	20,7%
Saldo Comercial	-10,1%	-22,1%	-4,8%	-10,1%	-22,1%	-4,8%	-10,1%	-22,1%	-4,8%

Fuente: Servicio de Estudios BBVA - Banco Francés en base a datos del INDEC

### ¿Es riesgosa la combinación de alto crecimiento y absorción interna en el corto y mediano plazo?

La respuesta a este interrogante surge también de la identidad (1): siempre y cuando pueda mantenerse el saldo externo superavitario, la economía va a tener margen de maniobra y po-

der conjugar un buen desempeño en el PIB con una importante absorción doméstica. Nuestras proyecciones (cuadros 1 y 2) vislumbran que durante el 2007 se mantendrá un saldo superavitario de la balanza de bienes y servicios. Esto hace que, aún manteniéndose el aumento en la absorción doméstica respecto del PIB, un shock de oferta no esperado (i.e. falta de energía) pueda ser amortiguado, en caso de ser factible la sustitución de factores, por medio de una reducción en el saldo comercial de bienes y servicios con el resto del mundo de los próximos años.

Esta situación es bastante diferente a la de la Convertibilidad. A modo de ejemplo, en 1998 - uno de los años de mayor crecimiento de la convertibilidad - la absorción doméstica representaba el 102,8% del PIB, lo cual era financiado externamente a través de un saldo de bienes y servicios negativo del 2,8% del PIB. Esta situación complicada en el frente externo provocó una mayor sensibilidad ante los shocks externos e internos durante dicho período.

### Conclusión

La economía argentina está creciendo a tasas elevadas a partir de la recuperación económica post-devaluación. Este crecimiento, impulsado por el consumo y la inversión, ha llevado a un importante incremento en la absorción interna, lo cual contribuyó a un deterioro en el saldo externo argentino. Sin embargo, nuestras proyecciones indican que aún hay margen para crecer a tasas elevadas, incluso en una situación donde puedan presentarse restricciones operativas desde el lado de la oferta (superar los niveles potenciales domésticos o inconvenientes energéticos), siendo el costo de estas posibles restricciones en el corto plazo, una mayor velocidad de ajuste hacia el equilibrio de la balanza de bienes y servicios con el resto del mundo.

**Daniel Perrotti**

daniel.perrotti@bancofrances.com.ar

## ¿Cuánto del ahorro argentino proviene de canales externos?

El mantenimiento de un elevado superávit en cuenta corriente en los últimos 5 años indica que el ahorro nacional de Argentina supera los requerimientos de inversión. Un saldo positivo en cuenta corriente implica que el país ha financiado al resto del mundo, en nuestro caso, principalmente a través de la acumulación de reservas. Lo que erosiona el sector externo es el crecimiento de la inversión ya que el consumo está por debajo del PIB.

Dejando de lado las dudas respecto a la composición de la inversión bruta fija (elevada participación de Construcción, inclusión de bienes de consumo durable como bienes de capital, etc.), es indudable que en el agregado la inversión ha alcanzado niveles similares a los máximos de la Convertibilidad. Sin embargo, el superávit externo se mantiene entorno al 3% del PIB, reflejando un crecimiento en las tasas de ahorro por encima de las de inversión, que dista de ser transitorio.

positivo ante un aumento de los precios relativos de las exportaciones en relación a los de las importaciones.

$$YNB = PIB + G^* + RNFE + TCN \quad (\text{todo a precios constantes})$$

	Promedio 1993-2001	2002	2003	2004	2005	2006e	Var. 2006e Promedio	Particip. en var.
<b>Ahorro Nacional</b>								
Bruto/PIB	16,4%	16,8%	19,2%	20,2%	21,4%	22,8%	6,5%	100,0%
Ganancia Intercambio/PIB	0,2%	-0,5%	0,2%	0,6%	0,5%	1,0%	0,8%	12,0%
<b>Remuneración Factores</b>								
del Exterior/PIB	2,1%	2,5%	2,2%	2,0%	1,2%	1,0%	-1,2%	-18,3%
Consumo/PIB	81,9%	80,4%	79,0%	78,5%	78,0%	77,3%	-4,6%	-70,7%
Consumo privado/PIB	68,9%	66,0%	65,6%	65,9%	65,7%	65,4%	-3,5%	-54,1%
Consumo público/PIB	13,0%	14,4%	13,4%	12,6%	12,3%	11,9%	-1,1%	-16,7%

Fuente: BBVA Banco Francés en base a Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, INDEC

Como puede verse en el cuadro, el ahorro nacional bruto aumentó 6,5 puntos del PIB entre 2006e y el promedio de la Convertibilidad. De este total, sólo 2 puntos del PIB pueden atribuirse a factores vinculados con el resto del mundo. Las Ganancias del Intercambio explican apenas un 0,8% de la mejora, mientras que la reducción de la carga de intereses post-reestructuración de la deuda en default provocó una caída de la Remuneración neta a factores del exterior de 1,2 puntos del PIB y consiguientemente un incremento del ingreso nacional de la misma magnitud.

Los factores vinculados con el sector externo (Ganancias del intercambio y caída en la remuneración neta a factores del exterior) sólo explican un 30% del aumento del ahorro nacional, mientras que el 54% es explicado por la caída del consumo privado. Como la mayor parte del incremento del ahorro no se debe a canales externos, este no se evaporaría ante un derrumbe de los precios de los commodities. Aunque la mayor solvencia fiscal sin duda incide sobre este desempeño, es la caída del consumo privado la que explica más de la mitad de la mejora del ahorro. A pesar de la marcada recuperación del empleo y los salarios reales de los últimos 4 años, la propensión media a consumir aún se mantiene lejos de los promedios de la Convertibilidad probablemente reflejando una distribución del ingreso donde los sectores de menores ingresos, que consumen prácticamente todos sus haberes, han perdido participación en el ingreso total. Asimismo, la mejora de los salarios reales ha afectado principalmente a los trabajadores del sector privado registrado mientras que en el sector informal, con mayor propensión a consumir, los salarios aún permanecen rezagados con respecto al 2001.

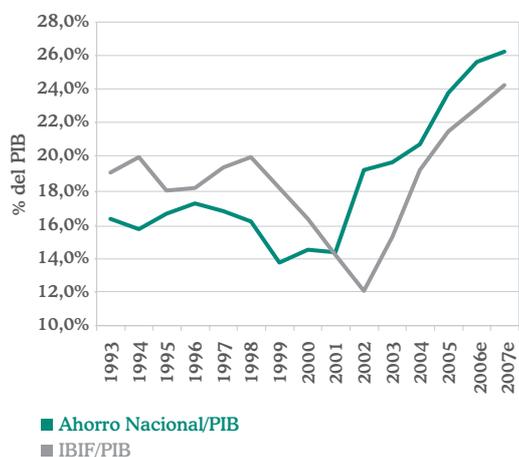
Es probable que el ahorro nacional no vuelve a los niveles promedio precrisis en los próximos años ya que los canales que podrían ir erosionándolo actuarán muy lentamente. En nuestro escenario base, el tipo de cambio real se apreciaría gradualmente, pero manteniéndose en niveles que duplican los de la Convertibilidad con lo cual los salarios reales en el sector informal y la distribución del ingreso sólo mejorarían en el margen, sesgando a favor de los sectores con una menor propensión a consumir. Por otra parte, también es probable que el superávit en cuenta corriente siga en terreno positivo en el próximo bienio porque la inversión difícilmente supere los niveles de ahorro nacional disponible, teniendo en cuenta que los grandes proyectos de inversión permanecen demorados debido a incertidumbres respecto a la futura evolución de los precios relativos y el marco regulatorio en general.

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.com.ar

### Ahorro e Inversión

(a precios corrientes)



Fuente: BBVA Banco Francés en base a Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, INDEC

El ingreso nacional bruto difiere del PIB en que incluye las transacciones con el resto del mundo. Así, el Ingreso Nacional Bruto Disponible (YNB) de un país incluye las transferencias corrientes (TCN) recibidas (donaciones, jubilaciones, remesas de emigrantes, etc.) y la remuneración neta a factores del exterior (RNFE). Esta última es la diferencia entre el pago que se realiza a propietarios no residentes de factores de producción y el cobro que se realiza por la participación de factores productivos de residentes en el exterior. En el caso de Argentina habitualmente tiene signo negativo debido a que el pago de intereses y de dividendos supera a los ingresos recibidos por inversiones argentinas en el exterior, tanto financieras como directas.

$$YNB = PIB + RNFE + TCN$$

El ahorro nacional crece cuando el gasto corriente de los sectores residentes (público y privado) aumenta en menor proporción que sus ingresos corrientes.

Cuando se analiza la evolución de estos agregados en términos reales (o sea a precios constantes), se debe considerar un efecto adicional que es el de las "Ganancias/pérdidas del Intercambio" ( $G^*$ ). Este efecto se origina en los cambios de precios relativos de las exportaciones versus las importaciones y refleja una transferencia del resto del mundo (un ingreso adicional) a favor de Argentina cuando los términos de intercambio mejoran. Así, hay un "efecto riqueza"

# Situación energética para el 2007-2008: En gas natural el primer limitante es el transporte

En la anterior entrega de Situación Argentina hacíamos referencia a la situación delicada que enfrenta el sector eléctrico por el frágil equilibrio existente entre la oferta y la demanda, lo cual es particularmente grave en las horas pico ya que la fuerte demanda podría dejar al sistema operando sin reserva dado el nivel actual de potencia neta instalada.

En esta oportunidad nos referiremos al caso del gas natural, sector en el que al estructural problema del estrechamiento del horizonte de reservas con relación a la producción, se le debe agregar la más urgente necesidad de incrementar la capacidad de transporte instalada. Esta situación y su evolución en el horizonte de los próximos dos años, es el objetivo a analizar en el presente trabajo.

## La provisión de gas natural en el mediano plazo

Nos proponemos en esta sección analizar la evolución a mediano plazo de gas natural en un escenario que podríamos denominar Base, que contempla un crecimiento moderado de la demanda interna y como supone que la producción se expande durante el período no requiere de grandes recortes en las exportaciones netas.

Ello no implica que pueda descartarse la existencia de un escenario de Riesgo, que a un crecimiento mayor en la demanda interna (la elasticidad de la Demanda de Gas/PIB, que para el escenario Base se estima en 0,6, podría elevarse a 0,8) se le adicionara una producción local estancada, lo cual resultaría en la necesidad de un recorte más pronunciado en las exportaciones netas.

A continuación detallamos los supuestos sobre los cuales está construido nuestro escenario Base:

- La producción de gas natural crece en el período 2006-2008 al 1,5% anual, igual tasa que la registrada durante el primer semestre del año 2006.
- Las importaciones de gas natural desde Bolivia crecerán hasta alcanzar un promedio anual de 6,5 MMm3 diarios ya operada a partir del 2007 (con una capacidad máxima contratada de 7,7 MMm3 diarios para atender los meses de más alto consumo).
- La Demanda Interna de gas natural se expande con una elasticidad Demanda de Gas/PIB del 0,6 (que corresponde al período más reciente de crecimiento de la demanda, años 2004 y 2005) y teniendo en cuenta nuestras proyecciones de crecimiento del

PIB del 8,5%, 7,9% y 6,3% para los años 2006-2008, se necesitarían incrementos del 5,5%, 5,1% y 4,1%.

- Las exportaciones a Chile actuarían como la variable de ajuste del Balance anual, debiendo reducirse entre 2005 y 2008 en casi 2.300 MMm3, 35,9% de las exportaciones del 2005 (las reducciones son en promedio anual, pueden ser muy superiores en los meses pico).

## El transporte como limitante

A las dificultades reseñadas más arriba en el Balance del Sector debemos agregarle un limitante que aparece en primera instancia: el transporte de gas natural. En el cuadro adjunto se puede observar la capacidad instalada de transporte en gasoductos troncales sin tomar en cuenta consideraciones sobre problemas regionales que pudieran suscitarse.

## Capacidad instalada en los Gasoductos

Gasoductos	2004		2005
	MMm3/día	MMm3/día	MMm3/día
Norte	22,60	1,80	24,40
Centro Oeste	31,93	1,00	32,93
Neuba I	14,10		14,10
Neuba II	28,70		28,70
San Martín	22,30	2,90	25,20
	119,63	5,70	125,33

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

Como puede apreciarse con las nuevas ampliaciones incorporadas en el 2005 la capacidad instalada de transporte asciende a 125,3 MMm3/día.

Tomando en consideración inviernos benignos como los últimos registrados, la proyección en los meses invernales con pico de consumo, siguiendo los lineamientos del Caso Base, muestran que hacia el 2008 se necesitarían algo por encima de los 127 MMm3/día, con lo cual lo instalado no alcanzaría para abastecer dicha demanda, salvo que ya se hubieran incorporado algunas de las ampliaciones previstas.

## Balance Sector Gas a Mediano Plazo - Caso Base

	Valores anuales (MMm3)				Variaciones %		
	2005	2006 (e)	2007 (e)	2008 (e)	2006/2005	2007/2006	2008/2007
Producción	51.175,6	51.943,3	52.722,4	53.513,2	1,5%	1,5%	1,5%
Importación	1.611,6	2.190,0	2.372,5	2.372,5	35,9%	8,3%	0,0%
TOTAL OFERTA	52.787,2	54.133,3	55.094,9	55.885,7	2,6%	1,8%	1,4%
<b>Demanda Intermedia</b>	<b>10.442,1</b>	<b>10.336,7</b>	<b>10.491,8</b>	<b>10.649,1</b>	<b>-1,0%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,5%</b>
<b>Demanda Final</b>	<b>41.159,3</b>	<b>42.617,3</b>	<b>43.525,3</b>	<b>44.183,2</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,5%</b>
Entregas al MI	34.647,8	36.561,6	38.438,5	40.012,1	5,5%	5,1%	4,1%
Entregas al ME	6.511,5	6.055,7	5.086,8	4.171,1	-7,0%	-16,0%	-18,0%
TOTAL DEMANDA	51.601,4	52.954,0	54.017,0	54.832,4	2,6%	2,0%	1,5%
Diferencia 1/	1.185,7	1.179,3	1.077,9	1.053,4	-0,5%	-8,6%	-2,3%

1/ Las diferencias que pudieran existir entre Recepción y Entregas de gas se debe a Gas Natural no Contabilizado, definido como las pérdidas «no explicables» que se producen en toda la cadena de transporte y distribución (errores de los métodos de medición, calibración de instrumentos, consumos no medidos, fugas), variaciones en line pack, y diversas incertidumbres de la corrección a la base de medición (m3 standard de 9300 kcal).

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de la Secretaría de Energía y Enargas.

## Proyección de las necesidades de Gas Natural en el período invernal

Meses	Entregas al Mercado Interno			Merc. Externo 2008 est MMm3	Total Sist. de Transporte MMm3	Total Sist. de Transp. Diario MMm3
	2007 est MMm3	Var. % Proyectada	2008 est MMm3			
Junio	3395	4,1	3535	178	3713	123,8
Julio	3626	4,1	3774	156	3931	126,8
Agosto	3633	4,1	3782	160	3942	127,2
<b>Total Período</b>	<b>10655</b>		<b>11091</b>	<b>495</b>	<b>11586</b>	<b>125,9</b>

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos del Enargas y elaboración propia.

Además, es claro que demandas provocadas por un invierno más crudo podrían requerir racionamiento (por ejemplo menor presión) debido a lo ajustado de la reserva de capacidad de transporte.

El Plan de ampliación de la red de gasoductos troncales 2007-2009 aumentaría la capacidad de transporte en 22,2 MMm3 por día e implicaría una inversión estimada en U\$S 2.400 millones. El financiamiento según se prevé en fuentes gubernamentales contaría con el aporte del Banco Nacional de Desarrollo Social de Brasil (de acuerdo con información provista por el Ministerio de Planificación Federal), las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), inversores del exterior (a juzgar por la elevada participación, 52% en el total, en el recientemente colocado fideicomiso privado GAS I) y no debiera descartarse alguna participación pública.

Además, existen planes para nuevos gasoductos de distribución regionales, con un costo estimado en U\$S 355 millones, repagados a través de cargos tarifarios a usuarios mayoristas y cuyo financiamiento estaría a cargo del Gobierno Nacional.

### La segmentación del mercado se refleja en las distorsiones de precios

El precio del gas en boca de pozo ha tenido un esquema de recomposición iniciado en abril del 2004 y que permitió ubicarlo en la actualidad en un nivel similar en dólares al vigente antes de la devaluación.

Sin embargo, al igual que en el caso de la electricidad la segmentación del mercado es muy notoria y resulta útil observar en el cuadro adjunto la gran disparidad de precios, sin considerar incluso el precio residencial que no ha tenido aumento nominal desde la devaluación y la industria que si bien pacta ahora libremente sus precios, estos se ubican más en línea con el precio que pagan las Centrales eléctricas que con el referente regional que constituye el precio acordado recientemente con Bolivia.

Asimismo, el precio de exportación a Chile es marcadamente inferior al que se paga a Bolivia, pero la mayor cantidad de metros cúbicos exportados permiten que las retenciones solventen las importaciones sin alterar los precios internos.

### Mercado Gasífero

Precios del Gas	Septiembre '06 u\$S/millón BTU
Boca de pozo	1,2
Importación	5,0
Exportación	2,2
Grandes Usuarios	1,6

Fuente: Serv. De Est. Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de Enargas y otros.

## Conclusiones

- El principal limitante es el transporte. En picos invernales podrían aparecer problemas de abastecimiento en el 2008.
- El equilibrio entre oferta y demanda necesita, tomando como dato la actual capacidad de transporte por importación de Bolivia, menores exportaciones de gas natural. La reducción es más relevante en un escenario de riesgo con mayor demanda excedente.
- El precio del gas en boca de pozo, si bien ha sido ajustado a partir del 2004, está muy lejos del precio regional de referencia. La mayor distorsión de precios se da en el sector minorista (30% del consumo total) con tarifas congeladas desde la salida de la Convertibilidad.
- La inversión para ampliar gasoductos en el 2007-2009 alcanzaría a U\$S 2.400 millones y permitiría expandir la red troncal en 22,2 millones de metros cúbicos diarios. El Gobierno busca financiamiento a través del aporte del Banco Nacional de Desarrollo Social de Brasil y de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), pero es probable que se requiera participación estatal.
- La construcción del Gasoducto del Nordeste para poder hacer efectiva una mayor importación de gas natural de Bolivia implica que a los gasoductos reseñados se añadirían alrededor de U\$S 1.200 millones de financiamiento (las importaciones se ubicarían a unos 27,7 MMm3 diarios). La construcción se lanzaría en 2007 y podría comenzar a incorporar volúmenes adicionales de gas a partir del 2008 hasta alcanzar en el 2011 la plena capacidad. El acuerdo con Bolivia prevé la garantía del suministro diario hasta el año 2026, pero al momento no está definida la financiación de las obras. A ello deberá agregarse la construcción de una planta separadora de gases ricos (propano, butano, etano y gasolinas) en Bolivia. Argentina se habría comprometido a conceder hasta U\$S 400 millones con ese fin.
- La relación Reservas Comprobadas/Producción de Gas Natural se ubica en 10 años al 2005. La falta de incentivos a la exploración generada por el marco actual de precios hace que la inversión privada en exploración sea casi nula y dudosa en el futuro. El escenario probable será de aumento en la participación estatal, como así también en la necesidad de nuevos incentivos que favorezcan la participación privada.

**Jorge Lamela**  
j.lamela@bancofrances.com.ar

## Situación laboral

### Leve baja en la Tasa de Desempleo en el III trimestre '06

Los resultados de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) correspondientes al III trimestre del 2006 dan cuenta de una nueva baja en la tasa de desempleo de la economía.

Si bien la incorporación de tres nuevos aglomerados a la Encuesta (ahora son 31 los aglomerados urbanos relevados al incluir en la misma a San Nicolás-Villa Constitución, Viedma-Carmen de Patagones y Rawson-Trelew) no hace enteramente comparables los resultados, pueden extraerse algunas interesantes conclusiones:

- La oferta laboral aumentó sólo por crecimiento vegetativo de la población ya que la Tasa de Actividad se mantuvo prácticamente invariable con respecto a igual trimestre del año anterior. Puede verse en cambio un descenso con relación al alto registro del segundo trimestre lo que podría estar indicando la presencia de un factor de "desaliento" en la oferta, es decir que una menor confianza en las posibilidades de conseguir trabajo hace que menos personas salgan al mercado laboral a buscarlo.
- La demanda laboral mostró un menor dinamismo producto de una caída en la elasticidad Demanda laboral/PIB ya que el nivel de actividad siguió manteniendo un elevado ritmo de crecimiento (8,7% interanual). En el punto siguiente se incluye una discusión más detallada sobre la evolución de la elasticidad.

Con este comportamiento de la oferta y la demanda laboral se arribó a un resultado que implica una baja de casi un punto porcentual en la Tasa de desempleo (10,2% es el registro del III trimestre '06 frente a 11,1% del correspondiente a igual trimestre del año anterior).

### El comportamiento de la elasticidad Empleo/PIB

A nivel teórico la demanda de trabajo de una economía está relacionada con el nivel de actividad y el precio relativo del trabajo. La dificultad para la economía argentina de disponer de una serie de evolución de los salarios entorpece la inclusión de esta variable cuando se analiza una serie larga de evolución del empleo

No obstante, ello no debe implicar que se deje de lado el argumento de la incidencia que pueden tener teniendo los niveles salariales sobre la decisión de las empresas de incorporar nuevos trabajadores. En la coyuntura actual, es evidente que luego de la devaluación los elevados niveles de creación de empleo por punto del PIB también estuvieron relacionados con la fuerte baja experimentada por el costo de la mano de obra, situación que en los últimos años se ha ido revirtiendo con la recomposición observada en el salario real.

Es en este contexto que se analiza el comportamiento observado en la elasticidad Empleo/PIB. Al decir de algunos analistas, las estadísticas del tercer trimestre del 2006 estarían mostrando signos de menor dinamismo en la generación de empleo por punto de PBI y, como consecuencia de ello, mayores dificultades para alcanzar bajas significativas en la tasa de desocupación (lo que implicaría que la desocupación friccional es ahora más alta que en el pasado). En caso contrario estaríamos en presencia de un fenómeno puntual y se podrían proyectar bajas adicionales de consideración en los niveles de desocupación.

Concentrándonos entonces en la elasticidad Empleo/PIB, utilizamos para los últimos años (a partir del 2003) una definición de ocupados que no incluya a los beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar que realizan una contraprestación laboral, de manera de poder evaluar la capacidad de generación de empleo de la economía independientemente de las decisiones del Gobierno. Del análisis de los datos se pueden extraer las siguientes conclusiones:

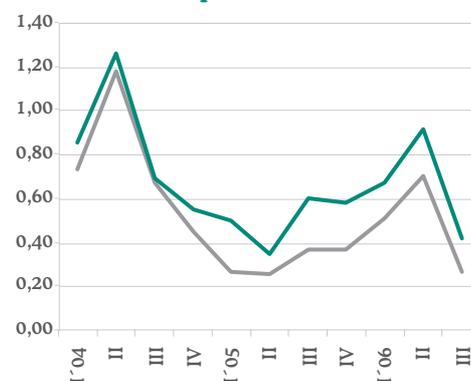
- En los datos a corto plazo se observa una elevada volatilidad de la variable. En los últimos 3 años la elasticidad empleo/PIB ha oscilado entre 1,2 y 0,4 (nótese que si se incluyeran los Planes entre los ocupados la baja alcanzaría hasta el 0,2 de Elasticidad Empleo/PIB).

### Situación del Mercado Laboral al III trimestre

Concepto	en %	
	2005	2006
Tasa de Actividad	46,2	46,3
Tasa de Empleo	41,1	41,6
Tasa de Desocupación	11,1	10,2
Tasa de Subocupación	13,0	11,1

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

### Elasticidad Empleo/PIB



■ Elasticidad s/Planes

■ Elasticidad c/Planes

Fuente: Servicio de Estudios Económicos sobre datos de INDEC.

## Ciclos de expansión de la actividad económica

Período	Crecimiento %		Elasticidad Empleo/PIB
	PIB	Empleo	
1960-1961	7,1%	5,6%	0,795
1963-1974	71,9%	13,8%	0,192
1976-1977	6,4%	6,2%	0,967
1978-1980	8,7%	3,9%	0,452
1982-1984	6,1%	3,4%	0,550
1985-1987	8,7%	7,0%	0,810
1990-1994	33,8%	7,5%	0,222
1995-1998	18,5%	10,9%	0,590
2002-2005	29,6%	17,8%	0,601

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de MAIA y Kweitel «Argentina: Sustainable Output growth after the collapse» y elaboración propia.

Es importante destacar que una vez extraídos los receptores de subsidios, la caída verificada en el III trimestre 2006 se reduce ya que parte de la misma se produjo como consecuencia del pasaje de beneficiarios de planes sociales a ocupados plenos. Si se incluye a los beneficiarios como empleados, la elasticidad es menor (0,26 versus 0,41).

- Al mirar los ciclos de expansión de la actividad económica entre 1960 y 2005 se observa que la volatilidad de la elasticidad también es alta, oscilando entre 0,22 y 0,97. No se evidencian patrones regulares en esta serie, pero puede constatarse que los niveles medios registrados en el último período de expansión (2003-2005) no difieren significativamente del promedio histórico de 0,63.
- Por otra parte, no debe dejar de considerarse lo argumentado por las autoridades económicas sobre la creación de un empleo de mayor calidad, lo cual puede observarse claramente en la evolución de la Tasa de Subocupación (13,0% en el III trimestre '05 frente a 11,1% en igual período del actual ejercicio).

Aquí vale un argumento igual al utilizado en el punto anterior: existe un pasaje de trabajadores con jornadas laborales menores a las 35 horas semanales (desde 1 hora por semana ya se lo considera bajo la categoría de subocupado) a trabajadores a jornada completa.

De lo anterior surge que de los datos observados en el III trimestre no puede concluirse que la economía esté generando menor empleo por punto de producto más allá de las variaciones que trimestre a trimestre ocasionalmente puedan producirse. Los registros de subocupación y de planes sociales sí parecen sugerir que lo que está sucediendo es una mejora en la calidad del empleo, sustituyéndose trabajadores a tiempo parcial o subsidiados por ocupados plenos. Esta tendencia también coincide con el avance del trabajo formal (crece a mayor ritmo que el informal) que señala la encuesta de Indicadores Laborales del Ministerio de Trabajo.

No obstante, dado que para la proyección de la situación de empleo del año próximo debemos trabajar con una definición que sí incluya a los beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar como ocupados, elegimos una elasticidad promedio para el año algo menor a 0,4, inferior a la observada en todo el período de recuperación (0,6 para el período 2002/2005) tomando en cuenta la presencia de estos fenómenos antes reseñados que impactan sobre la misma.

## La tasa de desempleo se ubicará al nivel de un dígito en el 2007

De acuerdo con nuestras proyecciones de crecimiento del PIB para el último trimestre del año y manteniendo una elasticidad Empleo/PIB como la vigente es de esperar que se alcance ya un nivel de desempleo de un dígito para fines del 2006, situación que no se experimentaba desde que se declarara la crisis en el mercado laboral en 1993.

Con relación a nuestra estimación del año 2007 optamos por una elasticidad Empleo/PIB algo por debajo de 0,4 como se comentara en el punto anterior, y con nuestra proyección de crecimiento del nivel de actividad del 7,9% estimamos que la demanda de trabajo crecerá un 2,7%.

Respecto a la oferta de trabajo, al crecimiento vegetativo de la población (0,9%) le agregamos una mayor búsqueda de trabajo como consecuencia de la tendencia observada a una mayor participación de la mujer en el mercado laboral.

De esta manera, arribaríamos a una tasa de desempleo promedio para el año del 9,0% de la población económicamente activa. Extrapolando estas tasas al total de la población urbana del país, en 2007 habría 1,6 millón desocupados, casi la mitad de los 3 millones registrados en el pico de la crisis a mediados del 2002.

## Proyección de la Situación laboral

Concepto	2003	2004	2005	2006	2007
1. Población (miles hab)	37870	38226	38592	38971	39356
2. Tasa de Actividad (%)	45,6	46,0	45,7	46,2	46,3
3. PEA (miles hab) (1 x 2)	17283	17565	17649	18022	18241
4. Tasa de Empleo (%)	37,8	39,7	40,4	41,5	42,2
5. Empleo (miles hab) (1 x 4)	14300	15175	15610	16165	16598
6. Tasa de Desocupación (%)	17,3	13,6	11,6	10,3	9,0
7. Desocupación (miles hab) (3 x 6)	2984	2391	2039	1857	1643

Se aplican las tasas relevadas para los aglomerados urbanos por la Encuesta Permanente de Hogares al total de la población.

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

## La inflación finalmente fue de un dígito en 2006

### Evolución del IPC durante el 2006

Durante el año 2006 la inflación medida por el IPC mostró una desaceleración respecto a la observada en el año 2005, el incremento acumulado de los precios minoristas alcanzó durante el pasado año un 9,8% es decir un 20% por debajo de lo registrado en el mismo período del año anterior (12,3%).

Con el fin de facilitar el análisis de la evolución del índice de precios minoristas durante el pasado año agrupamos el nivel general en tres categorías. Lamentablemente la información en forma desagregada se encuentra disponible al mes de noviembre, por lo cual el análisis se realizará comparando el resultado de los primeros 11 meses del 2006 respecto a igual período del 2005.

- **Precios acordados/regulados:** donde se contempla las ramas de actividad que tuvieron intervención directa del gobierno, o para las cuales existieron acuerdos con las Cámaras Empresariales que nuclean a las firmas productoras. De esta forma, incluimos todas las ramas de Alimentos y bebidas, Indumentaria, Servicios para la salud, y Servicios educativos.
- **Tarifas Públicas:** que incluye los rubros Combustible para la vivienda (gas), Electricidad, Agua y servicios sanitarios, Transporte público de pasajeros, Correo y servicio telefónico.
- **Resto del IPC:** que incluye Alquileres, Reparaciones y Gastos Comunes de la vivienda, Adquisición y mantenimiento de vehículos, y el total de los rubros Equipamiento y mantenimiento del hogar, Esparcimiento y Otros bienes y servicios.

Tomando en cuenta estas categorías se puede señalar que la desaceleración en el índice durante el año 2006 (siempre con datos al mes de noviembre) se produce principalmente, y como cabría esperarse, por lo ocurrido en los precios regulados o sujetos a acuerdo. Los mismos desaceleran un 27%, y explican 1,8 de los 2,3 puntos porcentuales de disminución del nivel general respecto al del año 2005.

El resto de reducción la explican los rubros que englobamos en Resto del IPC, cuyo incremento es 1,3 puntos porcentuales por debajo de lo registrado en el 2005 (con una incidencia de 0,5 puntos porcentuales). En lo que se refiere a las Tarifas públicas estas prácticamente no han modificado su tendencia y durante el 2006, al igual que el año anterior, casi no han exhibido cambios, mostrando tan solo incrementos algo por encima del 1%.

Ahora bien, es importante mencionar que los rubros que incluimos dentro de la categoría precios acordados/regulados no muestran un comportamiento homogéneo. La desaceleración de la categoría obedece a lo ocurrido en el rubro Alimentos y bebidas, y más específicamente a los rubros Carnes y Lácteos, ya que el resto de los Alimentos y bebidas exhiben una desaceleración menos significativa.

En lo que toca al rubro Carnes, debe destacarse la caída del precio de la carne vacuna sobre la que pesó durante el segundo y parte del tercer trimestre una prohibición a la exportación. Los lácteos, por otra parte, también sufrieron una importante desaceleración en sus precios, afectados por el cambio en las alícuotas de retención a la exportación.

Con respecto al resto de los precios acordados/regulados, los mismos dan cuenta de un incremento respecto al 2005 del orden de 1,3 puntos porcentuales en particular como consecuencia de un mayor aumento en los Servicios educativos. No obstante lo comentado, la aceleración de estos rubros no necesariamente debe ser interpretada como una ineficacia de la política llevada adelante por el Gobierno, ya que se podría argumentar que ante la mayor presión de demanda los precios de estos rubros podrían haber registrado mayores aumentos que los efectivamente observados.

En conclusión, una parte importante de la desaceleración del IPC durante el 2006 se puede explicar a partir de la aplicación de regulaciones sobre rubros concretos: por un lado la prohibición de exportaciones de Carnes Vacunas (durante los meses de abril a agosto), y en segundo lugar el aumento de las retenciones a las exportaciones de productos lácteos.

### Evolución del IPC

año 2006 - variaciones %

	2005		2006	
	mensual	acumulado	mensual	acumulado
ene	1,5%	1,5%	1,3%	1,3%
feb	1,0%	2,4%	0,4%	1,7%
mar	1,5%	4,0%	1,2%	2,9%
abr	0,5%	4,5%	1,0%	3,9%
may	0,6%	5,2%	0,5%	4,4%
jun	0,9%	6,1%	0,5%	4,9%
jul	1,0%	7,2%	0,6%	5,5%
ago	0,4%	7,7%	0,6%	6,1%
sep	1,2%	8,9%	0,9%	7,1%
oct	0,8%	9,8%	0,9%	8,0%
nov	1,2%	11,1%	0,7%	8,8%
dic	1,1%	12,3%	1,0%	9,8%

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

### Evolución del Índice de Precios al Consumidor

	Ene-Nov '05			Ene-Nov '06			Diferencia Incidencia
	Pond.	Var.%	Incidencia	Var.%	Incid.	Incidencia	
1. Precios Acordados/ Regulados(1)	45,4	14,3%	6,5%	10,4%	4,7%	-1,8%	
1.1 Alimentos y Bebidas	31,3	14,8%	4,6%	8,6%	2,7%	-1,9%	
Carnes	5,9	20,0%	1,2%	-0,7%	0,0%	-1,2%	
Vacuna	4,5	23,5%	1,1%	-1,4%	-0,1%	-1,1%	
Aviar	1,3	0,5%	0,0%	2,3%	0,0%	0,0%	
Otras carnes rojas frescas	0,2	10,4%	0,0%	2,2%	0,0%	0,0%	
Fiambres, Embutidos y Conservas	0,9	14,5%	0,1%	4,3%	0,0%	-0,1%	
Lácteos	3,5	17,1%	0,6%	1,6%	0,1%	-0,5%	
Alim.y Beb. s/Carnes y Lácteos	21,8	13,0%	2,8%	12,3%	2,7%	-0,2%	
1.2 Resto Precios Acordados /Regulados	14,1	13,3%	1,9%	14,6%	2,1%	0,2%	
2. Tarifas Públicas (2)	14,4	1,4%	0,2%	1,1%	0,2%	0,0%	
3. Resto del IPC	40,2	10,9%	4,4%	9,6%	3,9%	-0,5%	
Nivel General	100,0	11,1%		8,8%		-2,3%	

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

(1) Se incluyen en esta clasificación las ramas de actividad que tuvieron intervención directa del Gobierno o que existen acuerdos con las Cámaras Empresariales que agrupan a las empresas. Contempla a todos las de Alimentos y Bebidas, Indumentaria, Servicios para la Salud y Servicios Educativos.

(2) Se incluyen en esta clasificación los rubros Combustibles para la vivienda (gas), Electricidad, Agua y Servicios Sanitarios, Transporte Público de Pasajeros, Correo y Servicio Telefónico.

Con el fin de construir un escenario de inflación para el 2007, proyectamos los tres componentes antes comentados. En lo que respecta a Tarifas públicas estimamos que las mismas continuarán durante el presente año sin incrementos significativos debido a que esperamos que el Gobierno mantenga su presión sobre los precios de estos rubros de cara a las futuras elecciones. Por otro lado, proyectamos que los rubros que englobamos dentro de Resto del IPC mostrarían una tendencia similar a la exhibida durante los pasados dos años.

Finalmente, lo observado durante la última parte del 2006 nos hacen pensar que el gobierno durante el 2007 mantendría su política de precios acordados/regulados de forma tal de no permitir ajustes desmedidos en rubros claves. En este sentido es importante monitorear la evolución de rubros como Turismo donde el Gobierno recientemente ha firmado acuerdos con las cámaras empresariales que agrupan a empresas que desarrollan esta actividad, y Medicina prepaga que será uno de los primeros aumentos de servicios que deberá conceder el Gobierno.

En base a este escenario es que proyectamos que la inflación del 2007 estará en torno al 10% anual, cifra que se encuentra en el promedio del rango que nos arrojan nuestros modelos econométricos, los cuales explicitamos más abajo.

## Evolución del rubro Carnes en el IPC

año 2006 - variaciones mensuales

	Nivel	Carne	
	General	vacuna	aviar
Enero	1,3%	-1,1%	-1,4%
Febrero	0,4%	1,0%	-1,3%
Marzo	1,2%	5,2%	0,0%
Abril	1,0%	-1,4%	0,0%
Mayo	0,5%	-3,5%	-0,5%
Junio	0,5%	-1,7%	-2,8%
Julio	0,6%	-0,6%	0,6%
Agosto	0,6%	-0,1%	1,5%
Septiembre	0,9%	-0,2%	2,0%
Octubre	0,9%	-0,3%	1,0%
Noviembre	0,7%	1,6%	3,2%
Diciembre	1,0%	-	-

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

## La evolución del rubro Carnes luego de la flexibilización de la regulación

Más allá de los nuevos acuerdos que pueda alcanzar el Gobierno durante el 2007 en materia de precios, es interesante señalar lo ocurrido con el rubro Carnes luego de que en agosto se flexibilizó la norma que prohibía la exportación de carne vacuna.

Según el relevamiento realizado por el Indec durante los primeros tres meses de la medida (agosto – octubre) el precio de la carne a nivel minorista se incrementó sólo un 0,2% en promedio mensual contrastando significativamente con el 0,9% de aumento del nivel general del IPC. Mas aún, el incremento en el rubro se verifica por la suba en los precios de la carne aviar, ya que durante el período el precio de la carne vacuna continuó disminuyendo, aunque a tasas menores a lo que lo hacía cuando estaba todavía vigente la prohibición a la exportación.

Un cambio se produce a partir del mes de noviembre donde el rubro carnes verifica un alza significativa (2,7% en el promedio noviembre - diciembre), no obstante es nuevamente la carne aviar el rubro de mayor incidencia ya que casi duplica el incremento registrado en carne vacuna.

## Modelos de Inflación: Proyecciones

Utilizando nuestros modelos econométricos hemos proyectado la inflación para el año 2007, bajo dos escenarios diferentes: uno base y otro de riesgo. Como veremos, los resultados obtenidos proyectan una inflación que oscila entre 7,7% y 11,4% en el escenario base y entre 8,7% y 11,7% en el escenario de riesgo.

### Escenario Base

El escenario base – que consideramos de mayor probabilidad de ocurrencia – supone que la economía en su conjunto mostrará una dinámica similar a la del año 2006, con los matices propios de un año electoral.

Para la proyección con el modelo de **“Mark Up” o inflación de costos** - que explica la inflación como un proceso de corrección gradual desde el nivel actual hacia el equilibrio – hemos supuesto: 1) aumentos salariales interanuales en torno al 15%, dada las menores expectativas de inflación respecto a 2006; 2) incremento interanual de 1,8% en el índice de precios al consumidor de Estados Unidos, variable utilizada como representativa del costo de los insumos importados; 3) un tipo de cambio nominal peso/dólar de 3,13 a diciembre 2007, es decir, una depreciación nominal de 2,4%. Con estos supuestos el modelo proyecta una inflación del 9,6% para el año 2007.

El modelo de inflación **“Monetario”**, que explica el alza de precios como resultante de desequilibrios entre oferta y demanda real de dinero, proyecta una inflación de 7,7% para el año 2007. En este caso, los supuestos utilizados han sido: 1) un desacelere en la oferta monetaria (agregado M2 privado) que pasa de un crecimiento de 20,6% durante el año 2006 a un incremento del 18% para el 2007, debido a una mayor restricción en el programa monetario; y 2) un crecimiento moderado en la demanda real de dinero del 6%, fundamentado en el hecho de haberse reconstituido gran parte de las tenencias deseadas de saldos reales por parte de los agentes económicos en la dinámica post devaluación.

Considerando el modelo que explica la inflación por presiones de demanda – modelo de **“Curva de Phillips”** – las proyecciones se basaron en los siguientes supuestos: 1) unas expectativas de inflación del 10%, formadas en base a la dinámica de la inflación observada en el 2006, que fue inferior a las expectativas iniciales; 2) depreciación de 2,4% en el tipo de cambio nominal; y 3) una brecha de producto positiva del 1,8%, es decir que el PIB observado se encontraría por encima del PIB potencial, lo cual generaría presiones inflacionarias. La versión sin restringir del modelo proyecta una inflación del 11,4% para el 2007, mientras que la restringida estima un incremento del 10,2%.

El modelo **autorregresivo por componentes** divide al IPC en cinco grandes componentes: alimentos elaborados, alimentos no elaborados, energéticos, productos industriales no energéticos, y servicios.

Proyectando las series de tiempo de estos componentes mediante un modelo ARIMA, obtuvimos una estimación de inflación del 10,6% para el año 2007.

Analizando la apertura del modelo, se advierte que servicios y alimentos elaborados se proyectan como los componentes de mayor incremento de precios durante 2007 (12,5% y 12,3% respectivamente). Por su parte, los componentes energéticos (3,9%), industriales (8%) y alimentos no elaborados (9,4%) reportarían un incremento inflacionario inferior al nivel general. Esta dinámica en las variaciones de precios de los componentes va en sintonía con la dinámica observada durante el año 2006 en igual apertura.

Dadas las características del modelo autorregresivo, no contamos con proyecciones para el escenario de riesgo.

## Modelos de Inflación

### Escenario Base

	2007
Modelo Autorregresivo por Componentes**	10,6%
Modelo de Mark-UP*	9,6%
Salarios**	15,0%
IPC usa**	1,8%
TCN***	3,13
Modelo Monetario con Demanda Filtro HP*	7,7%
M2 nominal	18,0%
Demanda real*	6,0%
Modelo de Curva Phillips sin restringir*	11,4%
Modelo de Curva Phillips restringido*	10,2%
Expectativas de Inflación**	10,0%
Depreciación**	2,4%
Output Gap (1)	1,8%

\* Variaciones entre los últimos trimestres de cada año

\*\* Variaciones interanuales dic/dic

(1) Estimado mediante función de producción Cobb-Douglas

\*\*\* Diciembre de cada año

Fuente: Servicio de Estudios BBVA Banco Francés

## Desagregación del Modelo Autorregresivo por Componentes

	Var. 2007/2006
Modelo Autorregresivo por Componentes	10,6%
Servicios	12,5%
Alimentos elaborados	12,3%
Nivel General	10,6%
Alimentos no elaborados	9,4%
Industriales no energéticos	8,0%
Energéticos	3,9%

Fuente: Servicio de Estudios BBVA Banco Francés

## Modelos de Inflación

### Escenario de Riesgo

	2007
<b>Modelo de Mark-UP*</b>	10,4%
Salarios**	20,0%
IPC usa**	1,8%
TCN***	3,13
<b>Modelo Monetario con Demanda Filtro HP*</b>	8,7%
M2 nominal	20,3%
Demanda real*	3,0%
<b>Modelo de Curva Phillips sin restringir*</b>	11,7%
<b>Modelo de Curva Phillips restringido*</b>	10,5%
Expectativas de Inflación**	10,0%
Depreciación**	2,4%
Output Gap (1)	2,7%

\* Variaciones entre los últimos trimestres de cada año

\*\* Variaciones interanuales dic/dic

(1) Estimado mediante función de producción Cobb-Douglas

\*\*\* Diciembre de cada año

Fuente: Servicio de Estudios BBVA Banco Francés

## Escenario de Riesgo

El escenario de riesgo consiste en reconsiderar algunos de los supuestos del escenario base en los diferentes modelos.

Para el escenario de riesgo del modelo de "Mark Up" suponemos un incremento de salarios del 20% (5 pp superior al base), lo cual generaría una inflación de 10,4% en el 2007. Este supuesto se vincula con la puja distributiva propia de un año electoral.

En el caso del modelo "Monetario", el escenario de riesgo contempla un incremento en la oferta nominal de dinero M2 privado del 20,3%, superior a la del escenario base, también supone un aumento más moderado en la demanda real de dinero (creciendo del 3%). Esta combinación de una mayor oferta y una menor demanda, comparada con el escenario base, proyecta una inflación de 8,7% para el 2007. Cabe destacar que en nuestro escenario de riesgo la inflación aumenta un punto porcentual con relación al escenario base, cuando aumenta el exceso de oferta de dinero en 2 puntos porcentuales. La explicación reside en los rezagos porque nuestro modelo de desequilibrio monetario arroja hasta tres trimestres de demora del efecto del dinero sobre la inflación, y el BCRA en el 2006 desaceleró el crecimiento de la oferta monetaria, lo cual contribuye a la menor inflación del 2007.

La brecha entre el producto observado y el potencial es incrementada hasta el 2,7% promedio anual en el escenario de riesgo de la "Curva de Phillips", lo que supone un crecimiento del PIB a la misma tasa que durante el año 2006. Las proyecciones de inflación para el año 2007 con esta variación en la brecha de producto son de 11,7% para el modelo sin restringir y del 10,5% para el modelo restringido.

## Evolución del Tipo de cambio

Al igual que en otros mercados emergentes, en la última parte del 2006, se aceleró el ingreso de capitales a nuestro país, debido a la menor aversión al riesgo de los inversores internacionales y a los buenos rendimientos de los activos locales (especialmente bonos). Esto determinó una mayor intervención del BCRA en el mercado cambiario con el propósito de evitar una caída fuerte del tipo de cambio nominal.

Sin embargo, y a pesar de las fuertes compras de dólares, el TCN cerró el año con una tendencia a la baja en 3,08 pesos por dólar para el Minorista Libre vendedor, con una depreciación nominal del 1,6% en el año 2006, fin de período.

Así con estas cotizaciones del TCN y con una inflación de un dígito para el 2006<sup>1</sup>, el Tipo de Cambio Real bilateral cerró el año con una apreciación de 5,6%. Con un TCN de 3,15 pesos por dólar y una previsión de inflación para Argentina del orden del 10% y para Estados Unidos del 2% para el corriente año, nuestro Tipo de Cambio Real se apreciaría durante el año 2007 en una magnitud cercana al 4,7%, por encima de lo descontado (hasta el momento) por el mercado según el ITCRE.

Lo relevante, ver gráfico, el tipo de cambio real de Argentina acumula una apreciación del 12% entre fines del 2006 y el promedio del 2004 y, según nuestra previsión a fines del 2007 la apreciación acumulada alcanzaría al 17%. Estos valores son cercanos a nuestras estimaciones de tipo de cambio real de equilibrio (ver Situación Argentina, N°4 del Cuarto Trimestre 2005). Sin embargo, los importantes aumentos de los términos del intercambio de los últimos años contribuyen a un fuerte superávit del sector externo y esto podría originar una caída del tipo de cambio real mayor a la prevista en nuestro modelo (donde los términos del intercambio no resultaron significativos).

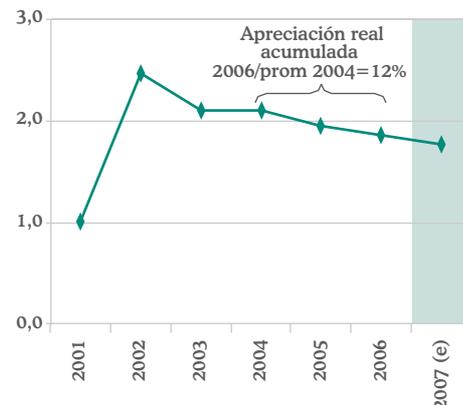
Al contrastar estos resultados con los del Tipo de Cambio Real Multilateral se advierten algunas diferencias. Efectivamente el ITCER se apreció durante el 2006 apenas un 0,3%. La diferencia con el Tipo de Cambio Real Bilateral que contempla solo la inflación de los Estados Unidos es que el multilateral incluye en su canasta al euro y al real, dos monedas que sufrieron importantes apreciaciones a lo largo del año pasado y que sumadas ponderan más del 50% en nuestro ITCER.

Para el 2007, sin embargo, el ITCER podría apreciarse más, en torno al 5,7%, debido a que no esperamos significativos cambios en las monedas que participan en el multilateral como ocurriera durante el 2006, mientras que el peso argentino se depreciaría nominalmente algo más del 2%, similar porcentaje al de 2006.

<sup>1</sup> Considerando que la inflación de los Estados Unidos cierre el año en 2,6%.

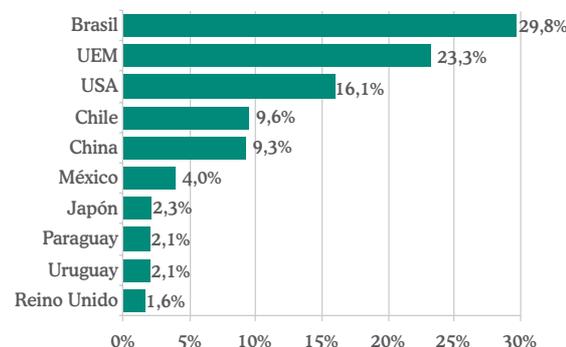
## Evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Bilateral

Base dic2001=1



Fuente: BBVA Banco Francés

## Socios Comerciales de Argentina y su ponderación en el ITCER



Fuente: BBVA Banco Francés

## Los precios agrícolas lideran el aumento de los precios de exportación

Según nuestras previsiones, los precios (en dólares) de exportación crecerán en el 2007 a una tasa del 4,5%, tras un aumento de más de 7% en el 2006. El gran aporte al crecimiento de estos precios provendrá de las materias primas agrícolas y las MOA, mientras que esperamos que el precio del petróleo ajuste moderadamente a la baja.

Las principales materias primas agrícolas<sup>1</sup> que comercia Argentina representan aproximadamente un 30% de las exportaciones totales. De ahí que la importancia en la evolución de sus precios sea tan relevante como el comportamiento de la demanda internacional y de la disponibilidad en la oferta doméstica para satisfacerla.

En los últimos años se atribuyó el creciente aumento en los precios de los commodities a la debilidad del dólar y al auge de las economías emergentes, principalmente de Asia, que han dado fuerte impulso a la demanda de materias primas.

Sin embargo, en los últimos meses otros factores más puntuales han sacudido al mercado de los commodities y determinaron una importante suba en sus precios internacionales. Según el último informe publicado por el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos la pobre cosecha mundial de trigo y maíz combinada con una fuerte demanda de granos está provocando ajustes en los niveles de stocks y presionando a la suba de precios.

En el caso del trigo en particular, las menores cosechas originadas en un clima desfavorable obligaron a países como Australia y Ucrania a suspender sus exportaciones para asegurar el abastecimiento doméstico, restringiendo la oferta mundial del cereal, según informó el USDA. Más aún, las malas condiciones de pasturas en países de Europa generaron que parte del trigo se destine a la alimentación animal y reduzca los saldos exportables. Por otro lado, las pérdidas en la producción -también por malas condiciones climáticas- en Brasil convertirán nuevamente a este país en un gran importador de trigo durante el año 2007.

Los precios del maíz, por su parte, están influenciados no solo por la baja cosecha de los Estados Unidos (primer productor y exportador mundial) sino por la mayor demanda de este grano como insumo para biocombustible (etanol). Se espera para el 2007 un crecimiento de más del 25% en la demanda de maíz con este fin lo cual está afectando su cotización actual.

En el caso de la soja, la presión sobre los precios no es tan elevada como para maíz y trigo pero si aumenta algo como consecuencia de una mayor demanda por parte de China e India y por expectativas de un mayor uso de esta oleaginosa para biocombustible como en el caso del maíz.

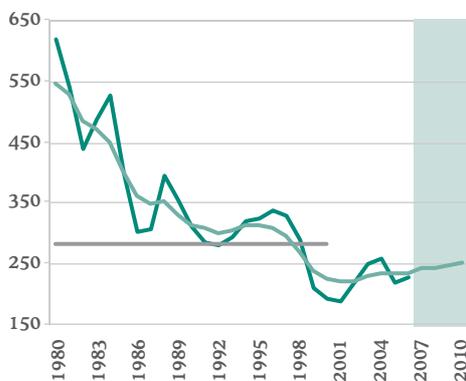
### Los precios de los commodities agrícolas no son elevados en términos históricos

Sin embargo, una mirada de largo plazo sobre los precios de los commodities agrícolas muestra que su comportamiento es decreciente en el tiempo, más allá de los ciclos de corto plazo.

Con el propósito de trabajar con un único precio relevante, confeccionamos un índice que tiene en cuenta el precio en dólares corrientes de los granos, aceites y pellets (**Ver nota al pie 1**) ponderados por su participación en las exportaciones durante el año 2005. Dicho precio se llevó a dólares constantes deflactándolo con el índice de precios de EE.UU.

El resultado muestra que los precios de las materias primas a dólares constantes están por debajo del promedio histórico que, en nuestro análisis contempla los últimos 20 años, es decir desde 1980 a la actualidad. Recién en el año 2006 se aprecia lo que podría llegar a ser un valle si los precios continúan, como está previsto, con su recuperación el año entrante. La tendencia ciclo

### Precio de las Materias Primas Agrícolas a USD del 2000



■ Precio Materias Primas

■ Promedio Histórico

■ Tendencia Ciclo

Fuente: Secretaría de Agricultura

<sup>1</sup> Incluye los granos de trigo, maíz, soja y girasol; los aceites de soja y girasol y los pellets de soja y girasol.

que obtuvimos a partir de estos datos también muestran una leve recuperación para los próximos años, aunque a mediano plazo aún se mantendría por debajo de la media histórica.

## En cambio, el precio de los commodities industriales supera al promedio histórico

En el caso de los commodities industriales, no se observa esta misma tendencia. Tomando como referencia los precios del petróleo y del cobre, para el mismo período (1980-2006) y deflactándolos para poder obtener el precio de estos productos a precios del año 2000 vemos que no son tan claras las tendencias decrecientes en el tiempo (considérese que el período de análisis arranca a un año de la segunda crisis petrolera mundial, con lo cual los valores –aún a dólares constantes- se encontraban elevados).

Además los continuos incrementos del crudo en los años recientes llevaron a sobrepasar la media histórica, lo mismo que ocurre con el precio del cobre. Según las previsiones del Servicio de Estudios del BBVA, el petróleo descendería algo más del 10% a lo largo del año 2007.

## Notable mejora en los Términos del Intercambio

De lo anterior se concluye que los precios de los commodities que exporta Argentina, si bien crecen en el margen, muestran una tendencia de largo plazo negativa. Ahora bien, ¿cómo impacta este comportamiento en los términos de intercambio de nuestro país?

En el siguiente cuadro podemos ver como han variado los precios de exportación agrícolas, los precios de exportación totales, los precios de importación y la relación de Términos de Intercambio en los últimos 20 años. Todas las series fueron deflactadas por el IPC de Estados Unidos con el objeto de medirlas a dólares constantes, en este caso del año 2000. Con excepción de los precios de exportación agrícolas que es el índice que explicamos en el apartado anterior, el resto de las series son las publicadas por el INDEC.

Del cuadro anterior se concluye que si bien los precios de los granos cayeron en el período analizado, el resto de los precios de exportación también mostró un comportamiento desfavorable, medidos en dólares constantes, aunque en menor cuantía que los commodities agrícolas.

**El punto más relevante es que la sustancial mejora de los Términos del Intercambio de los últimos 20 años estuvo impulsada básicamente por una fuerte caída de los precios de importación (siempre a dólares constantes) antes que por la suba de los precios de exportación que, como vimos, cayeron algo más del 18% en el período.**

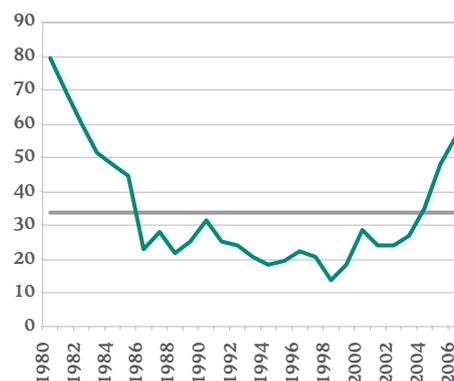
En este sentido, la caída de los precios de importación tiene que ver fundamentalmente con el tipo de bienes que predominan en la importación argentina. Efectivamente, en su gran mayoría se importan manufacturas de origen industrial y bienes de capital, productos que han mostrado una baja considerable en sus costos de producción a partir de la creciente incorporación de la oferta china y de otros países del Sudeste Asiático con abundante mano de obra barata.

Lo anterior queda explícito en el siguiente gráfico que muestra –a dólares constantes- la evolución de los precios de importación, los precios de exportación y la relación de los Términos de Intercambio.

## El saldo comercial durante el 2006 resultaría superior al del 2005

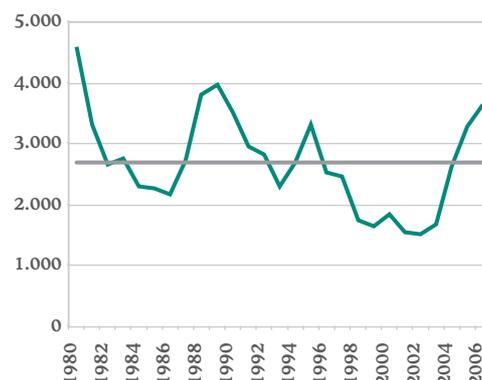
Una excelente performance presentó el sector externo durante el año 2006. Con cifras conocidas para los primeros once meses del año estimamos que el saldo se ubicará finalmente en alrededor de U\$S 11.800 millones, cerca de U\$S 200 millones por encima del resultado registrado durante el 2005.

## Precio del Petróleo Brent (USD por Barril) a dólares del año 2006



Fuente: Bloomberg

## Precio del Cobre en dólares del año 2000



Fuente: Bloomberg

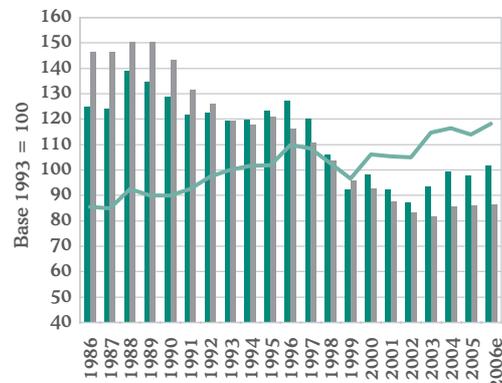
## Precios del Comercio Exterior deflactados por el IPC de USA

Período 1986-2006. Base 1993=100

	1986	2006	Var. %
PX agrícolas	103,0	78,1	-24,2%
PX totales	124,8	101,8	-18,4%
PM totales	146,1	86,3	-40,9%
PX/PM	85,4	118,0	38,2%

Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos del INDEC y estimaciones propias

## Evolución de los PX, PM y Términos del Intercambio a USD constantes



■ Índice de Precios de Exportación  
■ Índice de Precios de Importación  
■ Índice de términos del intercambio

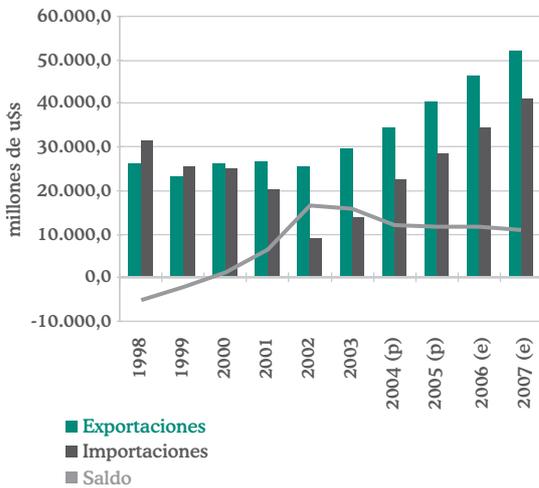
Fuente: INDEC

Variación porcentual respecto al año anterior

Rubros	Acumulado 11 meses		
	Valor	Precio	Cantidad
Productos Primarios	12	8	4
MOA	15	5	9
MOI	23	8	14
Combustibles y Energía	7	23	-13
Total Exportaciones	15	7	8
Bienes de Capital	22	-2	24
Bienes Intermedios	15	7	7
Combustibles y lubricantes	16	17	0
Piezas y Acc. p/ Bs de Cap.	21	2	19
Bs de Cons., inc. Autom.	28	5	22
Total Importaciones	20	3	16

Fuente: Indec.

Evolución Comercio Exterior



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

Balanza Comercial en millones de u\$s

Concepto	2005		Estimación 2006		Estimación 2007	
	mill u\$s	Var %	mill u\$s	Var %	mill u\$s	Var %
Exportaciones	40352,0	16,8	46500,0	15,2	52000,0	11,8
Importaciones	28688,8	27,8	34.700,0	21,0	41200,0	18,7
Saldo BC	11663,2		11800,0		10800,0	

Fuente: Serv. de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de Indec.

Este resultado fue producto del buen desempeño de las exportaciones que estarían terminando el año con un crecimiento en las cantidades del 8% anual, superado los iniciales problemas que afectaron a la cosecha cerealera (trigo y maíz) y las previsible bajas en las colocaciones de petróleo crudo por insuficiencia de la oferta. La excelente performance de las Manufacturas de Origen Industrial, entre las que merecen destacarse las colocaciones de automotores como así también la incorporación de metales preciosos (con la entrada en funcionamiento de la minería del oro), y del complejo oleaginoso (aceites y pellets) dentro de las Manufacturas de Origen Agropecuario, han sido fundamentales para explicar este desempeño.

En lo que hace a los precios el año estaría cerrando con una suba algo por encima del 7% anual, sustentada por el comportamiento de algunas de las commodities agrícolas y del petróleo crudo. Este último producto registró un importante aumento sobretodo en la primer mitad del año, mientras que por el contrario es hacia el final del ejercicio cuando repuntaron fuertemente las cotizaciones agrícolas.

Las importaciones tuvieron también un comportamiento expansivo, si bien en esta oportunidad la elasticidad importaciones/PIB ha disminuido ubicándose en torno a 2,0 que con un crecimiento del nivel de actividad del 8,5% anual, redundaría en un crecimiento en las cantidades demandadas entorno al 16%. Los precios de las importaciones se movieron en línea con la inflación internacional ubicándose alrededor del 3% anual.

En el 2007 continuaría el excelente desempeño del sector externo

Como se observa en el punto anterior, el escenario de precios para el 2007 vuelve a presentarse favorable para Argentina, con un nuevo crecimiento en los términos del intercambio.

Los precios de exportación crecerían en un 4,5% anual que junto con una proyección de crecimiento para las cantidades del 7,0% conlleva a unas exportaciones que se ubicarán en torno a los 52.000 millones de dólares. Nótese que nuestra proyección de precios de exportación contempla una baja en las cotizaciones de los principales de granos si comparamos los valores que muestran al momento de escribirse este informe con la media del año próximo. De suponerse precios de exportación a los niveles actuales, debería entonces considerarse un incremento del 6,0% para todo el año y por ende las exportaciones aumentarían nominalmente alrededor de U\$S 800 millones adicionales.

Estimamos que las cantidades exportadas tendrán un comportamiento similar al registrado este año como consecuencia de un nuevo recorte de petróleo crudo que sería compensado por una mayor cosecha tanto en cereales como en oleaginosos, mayores colocaciones de carne, como así también por un nuevo avance en las colocaciones de manufacturas de origen industrial.

Con relación a las importaciones tomamos como supuesto que se mantiene la elasticidad Importaciones/PIB en un nivel de 2,0 y ubicamos el crecimiento del PIB en el 7,9% por lo que las cantidades aumentarían en un 15,8%. Los precios aumentarían en línea con la inflación internacional proyectada de 2,5% con lo cual el total de importaciones ascendería a U\$S 41.200 millones.

De esta manera se mantendría un elevado saldo comercial favorable de U\$S 10.800 millones, lo cual implica que uno de los pilares de la actual estrategia económica de superávit externo y fiscal permanece firme.

## Las cuentas públicas continúan sólidas en el 2007

La recaudación tributaria aumentó durante el 2006 un 25,8%, representando 22,9 puntos del PIB. Este aumento estuvo apoyado en la evolución de los impuestos a la Seguridad Social que aumentó el 44,6%, seguido por el desempeño del IVA del 27,8%. La mejora se explica por el crecimiento de la actividad económica y el empleo y la evolución positiva de los precios y los salarios.

En los últimos dos años conocidos la elasticidad de la recaudación en relación al PIB fue ligeramente superior a la unidad 1,1, es decir, la recaudación varió en mayor proporción que lo hizo el PIB nominal que refleja el nivel promedio de actividad económica medido en términos nominales. En equilibrio de largo plazo y dada una estructura de impuestos constante, la elasticidad debería acercarse a la unidad. Sin embargo, como muestra el gráfico de más abajo, desde el año 2002 al 2004 la elasticidad recaudación tuvo una fuerte suba debido a la creación de dos nuevos impuestos: a los débitos y créditos bancarios y las retenciones a las exportaciones. Recién en 2005/06 la elasticidad se estabiliza en 1,1, lo cual es destacable porque el PIB nominal se encuentra ajustado por el deflactor del PIB que crece más que el IPC dado que contempla la totalidad de las transacciones de la economía y no sólo las de minoristas como el IPC, índice que actualmente se encuentra contenido por la política de precios administrados del gobierno.

Lo anterior nos permite concluir que existe un factor de eficiencia en la recaudación equivalente a una elasticidad 0,10 del PIB (elasticidad observada de 1,1 menos elasticidad de largo plazo de 1) lo cual originaría un aumento de recaudación por factor eficiencia superior a los \$ 3.000 millones en el 2007, un 0,4% del PIB.

El alza en la recaudación pudo sostener un superávit primario en el 2006 similar al del año anterior en términos del PIB, si bien al momento de redacción del informe todavía no se conocía el dato de gasto primario de diciembre, estimamos que el resultado primario superaría los \$ 23.000 millones lo cual representa 3,6 puntos del PIB frente a los 3,7 puntos del 2007.

En materia de gasto primario el acumulado hasta el mes noviembre de 2006 crecía un 27,1% con respecto a igual período del año anterior, variación alimentada por un aumento en los gastos de capital superior al 60%.

Estimamos que durante el año 2007 la elasticidad de la recaudación seguirá siendo superior a la unidad pero el gasto primario crecerá más que la recaudación deteriorando en el margen el resultado primario. Esto no parece demasiado preocupante en la medida que el resultado después de intereses continúa siendo considerable y está aplicado a amortizar parcialmente el principal de la deuda que vence.

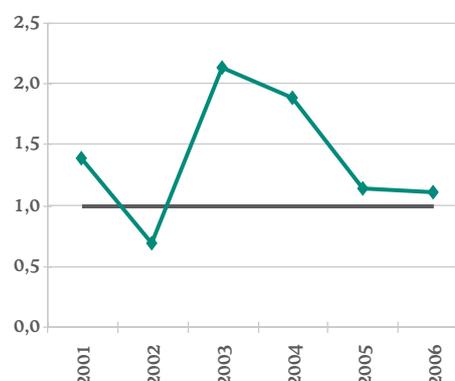
Es de esperar un aumento mayor del gasto en el 2007 por algunos factores, como aumento del gasto por tratarse de un año electoral, deterioro del resultado fiscal de las provincias que podrían requerir el auxilio del Tesoro y mayores subsidios al sector privado por algunos desequilibrios que arrastra la economía que se canalizarían a través de mayores transferencias a fondos fiduciarios y empresas públicas. Además, ya se prevé para el año 2007 un aumento piso del 26% en las prestaciones a la seguridad social.

## Recaudación tributaria

	2005	2006	2005	2006
	§ miles de mill.		var.% anual	
Total Recaudación	119,3	150,0	21,3%	25,8%
IVA	36,9	47,1	19,0%	27,8%
Ganancias	28,0	33,6	25,8%	19,9%
Seguridad social	16,3	23,6	28,9%	44,6%
Comercio exterior	16,2	19,8	19,6%	22,5%
Débitos y Créditos	9,4	11,7	22,8%	23,9%
Resto impuestos	12,4	14,2	11,3%	14,2%

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

## Elasticidad Recaudación / PIB



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

## Resultado fiscal del Sector Público no Financiero

en mill. de pesos y en % del PIB

	Estimados	
	2006	2007
Ingresos Totales	158.150	194.569
	24,1%	24,5%
Gasto Primario	134.482	170.959
	20,5%	21,6%
Intereses	9.962	10.260
	1,5%	1,3%
Resultado Primario	23.668	23.611
	3,6%	3,0%
Resultado Operativo	13.705	13.351
	2,1%	1,7%

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

## 4. Entorno Monetario

### La política monetaria del BCRA y la necesidad de absorber dólares

#### Introducción

A continuación analizamos los posibles mecanismos de absorción monetaria, destacando:

- En el 2006 la relación absorción/expansión monetaria se redujo porque el BCRA pasó a controlar el M2 para lo cual subió las exigencias de efectivo mínimo. En el 2007 el BCRA debería seguir absorbiendo de manera importante porque continuaría el superávit del sector externo.
- En el 2006 el gobierno mantuvo su superávit fiscal, pero compró menos dólares porque se redujeron las obligaciones externas y renovó más deuda. Su excedente lo ahorró en pesos, y posiblemente no lo aplicó a comprar dólares porque 50% del superávit se debe al Anses que enfrenta pasivos contingentes frente a fallos de la Corte Suprema sobre reajuste a jubilados.
- En el 2007 seguiría el fuerte superávit cambiario del sector privado y las tres políticas posibles son:
  - subir los encajes, afectando la rentabilidad de los bancos y subiendo tasa de interés y reduciendo el crédito.
  - duplicar el superávit primario actual de 3% del PIB, con una importante desaceleración del crecimiento económico
  - continuar con la absorción monetaria vía BCRA, que debería aumentar casi 60% su pasivo actual por pasajes, Lebacks y Nobacs.
- Como el 2007 es un año electoral, es poco probable que la absorción monetaria provenga de mayor solvencia fiscal.

#### El programa monetario y la política monetaria del BCRA

En el 2006 la política monetaria del BCRA se centró en acumular reservas internacionales, con el objetivo implícito de sostener el tipo de cambio, esterilizando el excedente monetario a fin de no sobrepasar las metas del Programa Monetario.

Esta política exigió un importante esfuerzo de absorción, aunque menor que durante el año anterior como se observa en el cuadro. La diferencia estuvo dada por el cambio de metas de Base Monetaria a metas de M2 del Programa Monetario. Para facilitar el cumplimiento del programa se recurrió en dos oportunidades a la política de subir exigencias de efectivo mínimo creando mayor margen de aumento de la base monetaria sin que se supere la meta de M2.

A la fecha de redacción de este informe se presentaron los grandes lineamientos del Programa Monetario 2007. En el mismo no se prevén grandes cambios en el contexto macroeconómico, seguirá el superávit externo y fiscal y la inflación se ubicaría en el rango de 7%/11% anual. El agregado M2 no debería sobrepasar un crecimiento del 18.7%, desacelerando frente a la banda superior del programa del año anterior. En base a lo comunicado por el Banco Central, para el año 2007 no esperamos grandes cambios de política por parte del BCRA. El excedente de divisas del sector privado continuará siendo significativo (unos U\$S 12.000) y la expansión del M2 no debería ser mayor a la de este año ya que no hay espacio para justificar que la inflación va a desacelerar y poder expandir más dinero. Si las exigencias de efectivo mínimo no se vuelven a aumentar, lo cual no se excluye porque es una medida difícil de anticipar a priori, sería necesario absorber aproximadamente un 64% de los dólares excedentes, a mitad de camino de la necesidad de absorción de los años 2005 y 2006.

Esta estimación se basa en el mantenimiento de algunos parámetros, por ejemplo, que la relación entre M2 y M3 (mide la proporción entre depósitos a la vista y depósitos a plazo) se mantiene constante. Otro supuesto es que la demanda de dinero efectivo del público también se mantiene constante en relación al nivel de depósitos.

#### Política Monetaria del BCRA

en millones de \$	2005	2006	estimado 2007
Expansión sector externo privado	28.227	43.006	37.797
Absorción neta	-25.994	-17.650	-24.321
Absorción / Expansión	92%	41%	64%
Var. Base Monetaria	2.233	25.356	13.476
Circulante del público	9.917	10.038	8.786
Reservas bancarias 1/	-7.684	15.318	4.690
Var. M2 en promedio (en %)	20.801 25,0%	19.441 18,7%	19.734 16,0%
Metas del PM	sobre BM	sobre M2 11,7/21,2%	sobre M2 11,7/18,7%

1/ Efectivo en caja + Cta Cte en el BCRA.  
Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

## El rol del sector público en la política monetaria y cambiaria

La política de acumular reservas, sostener el tipo de cambio y controlar la expansión monetaria y las tasas de interés parecen objetivos no sostenibles simultáneamente a mediano plazo y los instrumentos con que cuenta el BCRA podrían no ser suficientes. El último año se han utilizado principalmente herramientas de política monetaria como modificación de encajes, licitación de títulos, incentivos para cancelar redescuentos, manejo de tasas de corto plazo, etc. Creemos que a futuro la política fiscal debería tener un rol más activo.

Durante el año 2006, el sector público ha contribuido modestamente al sostenimiento de los objetivos monetarios, en tanto que la colocación de Lebac y Nobac ha sido relativamente el instrumento más relevante.

La intervención del sector público se hace principalmente a través de la compra de divisas ya sea directamente por el Tesoro o mediante compras de dólares que hacen bancos oficiales en el mercado cambiario, ésta última vía fue utilizada asiduamente durante el año 2005. En el 2006 también hubo cancelación neta de adelantos del BCRA, pero en menor proporción.

El principal motivo de la menor compra de divisas que realizó el sector público este año no obedece a un deterioro en la solvencia fiscal (que no se produjo) sino al hecho que las obligaciones de deuda nominada en dólares del sector público nacional se redujeron y aparte, hubo un escenario más favorable que permitió aumentar las emisiones de deuda dolarizada renovando una proporción mayor de estos vencimientos. Por otro lado, el cambio en el programa monetario del año 2006 que ya mencionamos, contribuyó a que el sector público no necesitara actuar de manera más contractiva.

Las obligaciones de deuda nominada en dólares del sector público nacional se redujeron un 30% debido principalmente al cambio de situación con respecto al acuerdo y la deuda que manteníamos con el FMI. Las nuevas emisiones de deuda dolarizada para refinanciar los vencimientos casi se duplicaron en valor efectivo durante el 2006, lo cual alcanzó para refinanciar la totalidad de las amortizaciones de deuda dolarizada mientras que el año anterior ese ratio fue inferior al 40%.

Durante ambos años el Gobierno pudo mantener la solvencia fiscal, dado que el superávit primario se mantendría constante en términos de dólares y además, durante el 2006 los hechos mencionados anteriormente habrían posibilitado ahorrar un mayor excedente, como se observa en el aumento que tuvieron los depósitos del sector público en el acumulado de este año.

La contribución principal del sector público en lo que hace al cumplimiento de los objetivos monetarios en 2006 consistió en ahorrar en pesos su excedente y parcialmente colocarlo en depósitos a plazo fijo, lo cual contribuye al cumplimiento de la meta monetaria del BCRA sobre M2. Pero si el excedente fiscal se utilizase para intervenir en el mercado cambiario sería más eficaz porque se podrían lograr varios objetivos simultáneamente:

- Aumentar la demanda de dólares y mantener un tipo de cambio depreciado.
- Absorber parcialmente el excedente de dólares reduciendo la necesidad de colocar Lebac y Nobac (técnicamente, si durante el 2006 se hubiera destinado el aumento en los depósitos del sector público para comprar dólares, prácticamente no hubiera sido necesario que el BCRA coloque títulos).
- Moderar presiones sobre la tasa de interés.
- No deteriorar el resultado cuasifiscal del BCRA

Teniendo en cuenta las ventajas anteriores, cabe preguntarse los motivos por los cuales el gobierno no convirtió a dólares gran parte de sus excedentes en pesos para ayudar a la política monetaria del BCRA. Una posible respuesta es la falta de coordinación entre la política fiscal-financiera y la monetaria. Alternativamente, la explicación podría estar en que el gobierno no puede usar los excedentes en pesos porque el 50% del superávit primario del 2006 está originado en la Anses que tiene pasivos contingentes por falta de ajustes en jubilaciones y pensiones y debería más adelante cumplir con fallos de la Corte Suprema que disponen el reajuste de jubilaciones, es decir, el gobierno no podría aportar de manera permanente con los recursos actuales a un fondo indisponible en dólares. De todas formas, esto no ha evitado que el Tesoro Nacional haya desviado parte del excedente de la Anses hacia otros fines mediante la colocación en dicho organismo de letras de corto plazo.

## Absorción monetaria

	2005	2005
en % del total	100,0%	100,0%
Sector público	44,4%	34,4%
Sector financiero	28,8%	7,7%
Lebac/Nobac	25,6%	57,3%
Otros	1,2%	0,6%

Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

cifras en millones de U\$S	Estimado		
	2005	2006	2007
Excedente cambiario sector privado	12.950	12.928	12.107
Compra de divisas del sector público	6.137	1.587	—
Tesoro	1.632	1.587	
BNA	4.505	0	
Obligaciones deuda nominada en			
1/ dólares del sector público	9.376	6.609	7.332
Intereses	2.465	1.860	2.032
Amortizaciones	6.911	4.748	5.299
Emisiones deuda en U\$S del Gobierno (valor efectivo)	2.530	4.686	5.299
Superávit primario	6.692	7.645	7.407
2/ Var. anual depósitos del sector público	747	3.371	—

1/ Excluye cancelación deuda al FMI a principios de 2006.  
2/ En promedio.

Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

## Resultado operativo del Sector Público no Financiero

en millones de \$	2004	2005	2006 1/
Tesoro Nacional	10.161	4.823	4.992
Instituciones de Seguridad Social	279	3.627	6.377
Fdos Fduciarios y Pami	2.233	1.455	1.166
Resto	-1.016	-488	99
Total SPNF	11.658	9.418	12.633

1/ Acumulado a octubre.

Fuente: BBVA en base a datos del Mecon.

## Posibles opciones para seguir neutralizando el impacto monetario e inflacionario de la compra de dólares

Como ejercicio cuantificamos “a pleno” tres posibles rumbos de política para neutralizar los efectos de monetizar un nuevo excedente de dólares del sector externo. Según la anterior proyección del Programa Monetario sería necesario esterilizar más de \$ 24.000 millones, debido a un superávit cambiario del sector privado del U\$S 12.000 millones en el 2007, por alguna o varias de las siguientes vías:

- 1) Suba de exigencias de efectivo mínimo: equivaldría a prácticamente duplicar la exigencia de efectivo mínimo actual (una suba equivalente a 14% del nivel de los depósitos). Si bien esta posibilidad no deteriora el resultado del BCRA, produciría un fuerte impacto negativo en la rentabilidad de los bancos y llevaría a una suba de la tasa de interés con dos efectos indeseables: el BCRA debería pagar más para renovar el saldo de su deuda remunerada y el sector privado reduciría su nivel de actividad por el efecto combinado de menores préstamos y mayores tasas de interés.
- 2) Suba de impuestos para generar superávit fiscal suficiente para absorber todo el excedente: equivale a aumentar los impuestos en más de 3 puntos del PIB, es decir, casi duplicar el actual resultado primario. Esto también tiene efectos reales disminuyendo la tasa de expansión del consumo privado y del PIB. También se puede colocar deuda por el equivalente de todos los vencimientos de capital e interés que sean necesarios para que el Tesoro pueda incrementar su excedente fiscal, lo cual posiblemente aumente el costo de endeudamiento del gobierno.
- 3) Aumento en la colocación en el mercado de títulos del BCRA. Significa aumentar en un 60% el stock de actual de pases, Lebac y Nobac con el consiguiente deterioro en el resultado cuasifiscal por efecto tanto del aumento en el stock como en la tasa de interés.

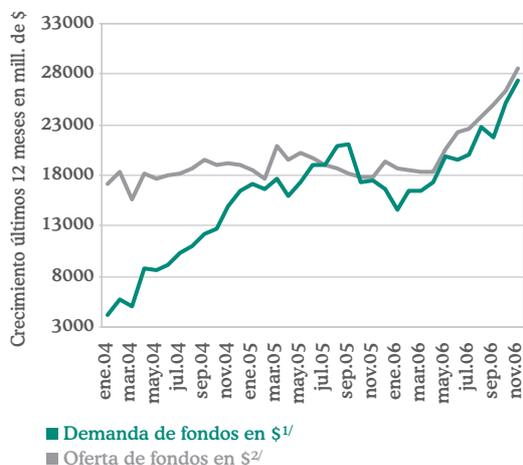
De estas tres políticas para mantener el tipo de cambio y evitar el efecto inflacionario de la compra de dólares, la que tiene menos costos es la fiscal, es decir, subir el superávit primario pero dado que el 2007 es un año electoral es más probable que la absorción de dólares provenga de una suba de exigencias de efectivo mínimo junto con continuidad de la política de absorción colocando deuda remunerada por parte del BCRA.

# La baja de activos del sector público fue una importante fuente de fondeo principalmente para los bancos privados

En el curso del año 2006, los préstamos al sector privado crecieron un 40%, el Banco Central incrementó el stock de Lebac y Nobac en un 50% y el aumento neto en las inmovilizaciones líquidas del sistema financiero (efectivo en caja + cuenta corriente en el Banco Central + pasivos pasivos), por efecto de la suba de las exigencias de efectivo mínimo, lo hizo también casi un 40%.

Como los depósitos del sistema, principal fuente de oferta de fondos, habrían crecido sólo alrededor de un 24%, el interrogante que se presenta es si habría actualmente algún desequilibrio entre la oferta y demanda de fondos y cómo se cierra la brecha. En el gráfico se presenta la evolución de dichas variables en niveles en el acumulado de los últimos 12 meses lo cual refleja que podría producirse en algún momento un exceso de demanda de fondos dada la dinámica de los préstamos.

## Principales fuentes de oferta y demanda de fondos del sistema financiero



<sup>1/</sup> Préstamos al sector privado en \$ + Lebac y Nobac al sector fciero (estimado) + Pasivos pasivos + Efvno en caja + Cta Cte en el BCRA  
<sup>2/</sup> Crecimiento de depósitos totales en pesos  
Fuente: BCRA

Ampliando el análisis presentamos un cuadro con los principales orígenes y aplicaciones de fondos del sistema incluyendo la totalidad de las cuentas del balance consolidadas y abierta por total del sistema, bancos privados y la diferencia entre ambos. Esta diferencia está compuesta en una proporción mayor al 90% por bancos públicos, por lo cual asumiremos de aquí en más que representa a este grupo de bancos.

Las principales conclusiones que surgen de este análisis son las siguientes:

- La baja de la cartera de activos públicos, particularmente en bancos privados, ha sido una fuente importante de fondeo en particular en el último año. La cancelación de Préstamos garantizados (por matching o ventas de cartera), amortizaciones de bonos (Boden 12, Boden 7 y Bogar 18) y ventas de títulos al mercado produjeron un aumento en la capacidad prestable de \$ 9.600 millones en 2006, acumulando \$ 16.400 millones desde el 2004. Este nuevo fondeo podría contribuir a mediano plazo a abastecer la mayor demanda de crédito si la demanda de dinero medida por el stock de depósitos tiende a estabilizarse, como lo demuestran los ratios depósitos a PIB de los últimos años. En el sistema financiero el stock de PG y de títulos públicos (Boden 12, Boden 07 y Bogar 18 principalmente) suma \$ 54.000 millones que parcialmente están venciendo en 2007, el 45% corresponde a bancos privados. Este año, el gobierno pagará amortizaciones correspondientes a estos bonos por un total de \$ 10.300 millones. Si una propor-

ción considerable de los mismos está en el portafolio de los bancos podrían constituir una fuente de liquidez importante para direccionar a préstamos, a lo cual podrían sumarse las posibles ventas de cartera en un escenario favorable de baja del riesgo país.

- A partir del año 2004, los préstamos al sector privado dejaron de caer. Desde esa fecha los bancos privados otorgaron en promedio el 73% de los nuevos préstamos, a pesar de que concentran sólo el 54% de los depósitos captados.
- Los bancos públicos han destinado la gran mayoría de su fondeo total a acumular liquidez y cancelar redescuentos estando menos activos en el otorgamiento de nuevos préstamos.
- En 2006, las aplicaciones en Lebac y Nobac se redujeron a prácticamente un tercio con respecto al 2005. Esto se debe en parte a que creció la demanda por parte de inversores externos o internos no financieros. Sólo el 68% de las emisiones de Lebac y Nobac se encontraba en cartera del sistema financiero durante el 2006, mientras que este ratio superaba el 80% en 2005.

BALANCE DEL SISTEMA FINANCIERO	mill. de pesos			
	2004	2005	En-Se06	2004/06
<b>Orígenes</b>	26.965	34.522	36.641	98.128
Depósitos	22.020	20.123	25.660	67.803
Riesgo Público (PG + títulos)	2.049	4.782	9.604	16.435
Otros activos y pasivos neto	2.896	9.617	1.377	13.890
<b>Aplicaciones</b>	26.965	34.522	36.641	98.128
Liquidez (incluye Pases)	9.532	-6.668	10.504	13.368
Lebac y Nobac	4.054	9.264	3.102	16.420
Préstamos al sector priv. y fciero	7.936	15.597	17.044	40.577
Líneas exterior y ON	5.678	5.608	32	11.318
Redescuentos	-235	10.721	5.959	16.445

Fuente: Informe sobre bancos, BCRA

BALANCE DE BANCOS PRIVADOS	mill. de pesos			
	2004	2005	En-Se06	2004/06
<b>Orígenes</b>	15.835	28.126	20.924	64.885
Depósitos	10.060	12.983	12.201	35.244
Riesgo Público (PG + títulos)	5.048	7.184	6.231	18.463
Otros activos y pasivos neto	727	7.959	2.492	11.178
<b>Aplicaciones</b>	15.835	28.126	20.925	64.886
Liquidez (incluye Pases)	4.142	-2.240	3.265	5.167
Lebac y Nobac	2.705	7.288	1.198	11.191
Préstamos al sector priv. y fciero	5.874	11.291	12.496	29.661
Líneas exterior y ON	3.852	4.107	766	8.725
Redescuentos	-738	7.680	3.200	10.142

Fuente: Informe sobre bancos, BCRA

BALANCE DE BANCOS PÚBLICOS (por diferencia)	mill. de pesos			
	2004	2005	En-Se06	2003/06
<b>Orígenes</b>	11.130	6.396	15.717	33.243
Depósitos	11.960	7.140	13.459	32.559
Riesgo Público (PG + títulos)	-2.999	-2.402	3.373	-2.028
Otros activos y pasivos neto	2.169	1.658	-1.115	2.712
<b>Aplicaciones</b>	11.130	6.396	15.716	33.242
Liquidez (incluye Pases)	5.390	-4.428	7.239	8.201
Lebac y Nobac	1.349	1.976	1.904	5.229
Préstamos al sector priv. y fciero	2.062	4.306	4.548	10.916
Líneas exterior y ON	1.826	1.501	-734	2.593
Redescuentos	503	3.041	2.759	6.303

Fuente: Informe sobre bancos, BCRA

## Argentina

Indicadores Económicos Básicos	2004	2005	2006(e)	2007(e)
<b>Actividad</b>				
PBI Nominal (\$, miles de millones)	447,6	531,9	655,6	793,0
PBI Nominal (USD miles de millones)	151,2	181,0	210,9	246,3
PBI Real (Variación %)	9,0	9,2	8,5	7,9
Tasa de desempleo (promedio anual)	13,6	11,6	10,3	9,0
<b>Precios</b>				
PBI Deflactor (Var. % prom.)	9,2	8,8	13,6	12,1
IPC (Var. %, fin de año)	6,1	12,3	9,8	10,5
<b>Sector Externo</b>				
Exportaciones (USD miles de millones)	34,6	40,4	46,5	52,0
Importaciones (USD miles de millones)	22,4	28,7	34,7	41,2
Balance Comercial (USD miles de millones)	12,1	11,7	11,8	10,8
Saldo Cuenta Corriente (USD miles de millones)	3,4	5,8	7,5	6,2
Tipo cambio nominal libre (\$/USD, fin período)	2,99	3,05	3,09	3,15
Tipo cambio Real Bilateral (\$/USD, fin de período) <sup>1a/</sup>	2,08	1,95	1,84	1,76
Tipo de Cambio Real Multilateral, (\$/USD, fin de período) <sup>1b/</sup>	2,35	2,26	2,25	2,17
Deuda externa privada (USD miles de millones) <sup>6/</sup>	55,0	53,3	50,1	n.d.
<b>Sector Financiero</b>				
Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) <sup>2/</sup>	81,2	98,5	120,7	144,3
Depósitos sector privado Var. anual %	11,0	21,4	22,5	19,5
Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) <sup>2/</sup>	38,6	52,6	74,3	99,5
Préstamos al Sector privado Var. anual %	25,7	36,0	41,3	34,0
Tasa de interés Bcos Privados Dep 30-44 días (fin año)	3,8	6,4	8,9	10,7
Reservas internacionales del BCRA (USD miles de millones) <sup>3/</sup>	19,6	28,1	32,0	43,6
<b>Sector Público</b>				
Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) <sup>4/</sup>	17,4	19,7	23,7	24,5
Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) <sup>4/</sup>	11,7	9,4	13,7	14,3
Deuda pública total (USD miles de millones) <sup>5/</sup>	191,3	128,6	130,6	n.d.
Deuda pública moneda extranjera (USD miles de millones) <sup>5/</sup>	138,4	66,5	67,9	n.d.
Deuda pública externa (USD miles de millones) <sup>6/</sup>	115,9	63,9	57,7	n.d.

Indicadores de Riesgo (%)	2004	2005	2006(e)	2007(e)
Cuenta Corriente/PBI	2,3	3,2	3,6	2,5
Balanza Comercial/PIB	8,0	6,4	5,6	4,4
Exportaciones/PIB	22,8	22,3	22,0	21,1
Importaciones/PIB	14,8	15,8	16,5	16,7
Resultado fiscal primario/PBI	3,9	3,7	3,6	3,1
Deuda pública/PBI	126,5	71,1	61,9	n.d.
Deuda pública externa/PBI	76,6	35,3	27,4	n.d.

**Notas:**

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

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

<sup>2/</sup> Total Sector privado, incluye pesos más dólares

<sup>3/</sup> Reservas líquidas más oro, fin del período.

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

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

<sup>5/</sup> Deuda pública al 30/06/2006 (excluye holdouts). Sec. Financiamiento

<sup>6/</sup> Según Estim. Balance de Pagos, fin del período. al 30/09/06. Fuente: Sec.de Política Económica.  
Aumento (disminución) implica depreciación (apreciación)

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>EE.UU.</b>	3,2	3,3	2,8	2,5	3,4	3,2	2,1	2,0
<b>UEM</b>	1,5	2,7	2,2	2,0	2,2	2,2	2,1	2,0
<b>Japón</b>	1,9	2,2	2,0	2,3	-0,3	0,3	0,5	1,0
<b>China</b>	10,2	10,4	9,5	9,9	1,8	1,4	2,0	2,1

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$ , fin de período)			
	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08
<b>EE.UU.</b>	5,25	5,25	5,25	4,50				
<b>UEM (\$/€)</b>	3,50	4,00	4,00	4,00	1,32	1,31	1,30	1,30
<b>Japón (yenes/\$)</b>	0,25	0,75	1,25	2,50	117	110	105	100
<b>China (cny/\$)</b>	6,12	6,39	6,66	6,93	7,81	7,56	7,40	6,80

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>Argentina</b>	9,2	8,5	7,9	6,3	12,3	9,8	10,0	10,0
<b>Brasil</b>	2,3	3,0	3,3	3,2	5,7	3,1	4,0	3,8
<b>Chile</b>	6,3	4,1	5,2	5,3	3,7	2,6	3,3	2,8
<b>Colombia</b>	5,2	7,1	6,2	5,0	4,9	4,5	3,6	3,1
<b>México</b>	3,0	4,6	3,6	3,8	3,3	3,8	3,5	3,5
<b>Perú</b>	6,4	7,4	6,3	6,0	1,5	1,1	1,9	2,5
<b>Venezuela</b>	10,3	10,3	4,3	2,8	14,4	17,0	17,3	18,2
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>
<b>LATAM Ex-México</b>	5,0	5,4	4,8	4,3	6,9	5,5	5,9	5,7

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>Argentina <sup>2</sup></b>	1,8	2,1	1,7	2,1	3,2	3,6	2,5	1,9
<b>Brasil</b>	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0	1,8	1,6	1,4	0,9
<b>Chile <sup>2</sup></b>	4,8	7,6	5,0	3,8	0,6	4,8	2,4	2,7
<b>Colombia</b>	0,0	-0,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,8	-1,9	-2,4
<b>México</b>	-0,1	0,2	0,0	0,0	-0,6	-0,3	-1,3	-1,6
<b>Perú</b>	-3,0	1,0	-0,5	-0,8	1,4	1,9	0,7	-0,7
<b>Venezuela <sup>2</sup></b>	1,7	1,1	-1,8	-3,0	17,7	16,3	11,8	11,2
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>
<b>LATAM Ex-México</b>	-1,2	-0,8	-1,4	-1,5	3,3	3,5	2,4	1,8

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

	Tipo de cambio (frente \$ , fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>Argentina</b>	3,05	3,06	3,20	3,40	6,4	8,9	12,6	12,6
<b>Brasil</b>	2,28	2,15	2,30	2,45	18,00	13,25	12,50	12,00
<b>Chile</b>	514	533	550	550	4,50	5,25	5,00	5,00
<b>Colombia</b>	2279	2240	2328	2361	6,3	6,8	8,0	7,5
<b>México</b>	10,63	10,81	10,80	11,30	8,0	7,0	6,5	5,8
<b>Perú</b>	3,42	3,20	3,22	3,30	3,25	5,00	5,00	5,00
<b>Venezuela</b>	2150	2147	2408	2800	10,9	10,5	10,4	10,0

**Interesados dirigirse a:**

Servicio de Estudios Económicos de BBVA Banco Francés - Reconquista 199 1er. piso (ABC1003) - Buenos Aires - Argentina  
 Teléfono: (54-11) 4346-4390 - Fax - (54-11) 4346-4416 - www.bancofrances.com.ar

**Servicio de Estudios Económicos:**

**Director:**

**José Luis Escrivá**

**Economistas Jefe:**

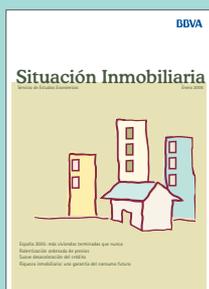
**Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo**  
**Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz**  
**España y Análisis Sectorial: Julián Cubero**  
**Europa: Sonsoles Castillo**  
**Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez**

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

**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 a 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.