



adelante.

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 3 / Nro. 11 - Tercer trimestre 2007



Continúa cerrándose la brecha de producto  
Cambios en la Seguridad Social y resultado fiscal  
Que indica el TCR usando distintos deflatores

# Indice

Fecha edición: 03 de Agosto de 2007

<b>1. Editorial</b>	2
<b>2. Entorno internacional</b>	3
<b>3. Entorno Macroeconómico</b>	5
El PIB continúa a buen ritmo	5
El impacto de los cambios metodológicos en el IPC	6
La solvencia fiscal se mantiene	7
Gradual disminución del Saldo en Cuenta Corriente	8
Recuadro: El abastecimiento energético comprometido	12
Artículo: Cambios estructurales en el sistema de jubilaciones argentino	16
<b>4. Entorno Monetario</b>	19
Recuadro: Seguimiento del equilibrio monetario	22

## Han elaborado esta publicación:

Ernesto Gaba	Economista Jefe y Director de la presente publicación.
María Celeste González	celeste.gonzalez@bancofrances.com.ar
Ernesto Di Rocco	ernesto.dirocco@bancofrances.com.ar
Adriana Haring	aharing@bancofrances.com.ar
Jorge Lamela	jorge.lamela@bancofrances.com.ar
Alvaro Loza	alvaro.loza@bancofrances.com.ar
Daniel Perrotti	daniel.perrotti@bancofrances.com.ar
Gloria Sorensen	gsorensen@bancofrances.com.ar
Andrea Suárez	asuarez@bancofrances.com.ar

## 1. Editorial

### La mayor volatilidad en los mercados internacionales sería transitoria

La economía mundial continúa inmersa en un ciclo favorable de crecimiento con inflación contenida, pero en las últimas semanas se han presentado nuevas incertidumbres respecto al mercado de hipotecas sub-prime en EEUU. Como consecuencia, se han acrecentado las dificultades para valorar correctamente los activos financieros con colateral lo que ha llevado a un repunte en la aversión al riesgo en los mercados financieros y una huida a la calidad. De todas formas, el aumento de la volatilidad en los mercados de crédito sería transitorio y su impacto sobre el resto de la economía y el sistema financiero permanecería acotado.

### En Argentina, se sigue cerrando la brecha de producto

Sin cambios sustanciales en la política económica, la economía volvería a crecer 7,5% este año con un creciente impulso por parte del consumo privado y público. Las restricciones en el suministro de gas y electricidad a la industria no producirían un impacto negativo importante en la actividad manufacturera del año ya que las empresas con procesos no continuos podrían recuperar producción más adelante cuando mejoren las condiciones climáticas y por el uso en ciertas industrias de generadores propios con sustitutos energéticos más caros como los combustibles líquidos.

Las cuentas públicas no reflejarían la política fiscal más expansiva de este año ya que el superávit fiscal primario alcanzaría al 3,4%, similar al año pasado. Sin embargo, este resultado esconde fuerzas contrapuestas: mayor gasto con creciente recaudación del IVA y de la seguridad social. La reciente reforma previsional arroja a corto plazo un resultado favorable para el fisco, pero incluyendo arriba de la línea el traspaso de fondos del sistema de capitalización al sistema de reparto. Del lado negativo, sobresalen la notable aceleración del gasto público y el aumento de los subsidios al sector privado para atenuar el impacto de las restricciones energéticas.

La fortaleza de la demanda frente a una oferta interna que empieza a tropezar con ciertas limitaciones se satisface mediante mayor oferta externa. Sin embargo, el superávit externo sigue siendo elevado ayudado por una suba en el primer semestre de 2007 de 20% interanual del precio internacional de las materias primas que exporta Argentina. Todo indica que los precios de los "commodities" se mantendrán firmes en el mediano plazo y continuaría el superávit cambiario, pero habría una erosión gradual por aumento de la elasticidad de importaciones, en parte por la mayor importación de energía y bienes de capital.

Los cambios metodológicos en la confección del IPC produjeron una subestimación del aumento del IPC. Es probable que la variación anual del IPC, medido por el INDEC sea del 9%, pero la posible subestimación del año 2007 podría llegar a 5 puntos anuales.

### Abundante liquidez en el primer semestre

El Banco Central continuó con una intensa intervención en el mercado de cambios en la primera parte de 2007. Las compras de divisas al sector privado acumulan un suba interanual de casi 36% al 20 de julio último, y las reservas internacionales crecieron U\$S 9.700 millones en lo que va del año.

A pesar de la activa política de esterilización mediante Lebacs y Nobacs y la suba de la tasa de interés de los pases pasivos, el BCRA no pudo evitar la aceleración en los agregados monetarios. En promedio de junio pasado la variación interanual del M2 total fue del 22% y del M2 privado del 27%.

El tipo de cambio real sigue con su lenta caída mediante mayor inflación argentina frente a sus socios comerciales, mientras que el peso no registra una apreciación nominal debido a un modelo de política económica de tipo de cambio alto. Al cierre de esta publicación, el tipo de cambio tuvo una suba abrupta en parte corregida por la intervención del BCRA que cuenta con un elevado nivel de reservas de U\$S 44 mil millones para suavizar las volatilidades del mercado cambiario.

## 2. Entorno Internacional

### El crecimiento mundial continúa, aunque se desacopla del ciclo estadounidense

El dinamismo de la economía mundial continúa sorprendiendo positivamente. Lo más característico sigue siendo el desacoplamiento que se está produciendo entre la economía mundial y el ciclo de EE.UU. Así, por un lado, se han venido revisando al alza tanto las expectativas de crecimiento de países desarrollados, véase el caso de Europa y Japón, como de las economías emergentes, principalmente América Latina y Asia. Sin embargo, en EE.UU., después de la debilidad observada en la primera parte del año, las perspectivas para la economía son menos optimistas, como resultado de las incertidumbres derivadas del comportamiento de la inversión residencial y no residencial. No obstante, hacia adelante, las perspectivas de la economía estadounidense han mejorado después de que se constatará que la debilidad de la inversión no residencial tuvo carácter transitorio, esperándose que su crecimiento retorne a tasas cercanas al potencial el año que viene.

En este contexto, la economía mundial, inmersa en su mayor expansión cíclica desde la crisis petrolera de los años setenta, continuará creciendo por quinto año consecutivo a tasas superiores al 4,0%. Sin embargo, la particularidad de este ciclo de crecimiento proviene de la composición geográfica, inclinada claramente a favor de las economías emergentes, especialmente en la región asiática con China como motor de la misma.

En términos de inflación, no se observan tensiones inflacionistas a nivel global, a pesar de factores como la elevada liquidez, la persistencia e intensidad del ciclo alcista de crecimiento y los altos precios de las materias primas. Por países, en EE.UU., se espera que la inflación subyacente continúe moderándose progresivamente hacia el rango de confort de la Reserva Federal y, en la zona euro, las perspectivas son de que la inflación permanezca en torno al objetivo del BCE del 2%.

### Los mercados de crédito, principal incertidumbre

El escenario central de elevado crecimiento y presiones inflacionistas acotadas no está exento de incertidumbres, si bien con algunos cambios respecto a hace unos meses.

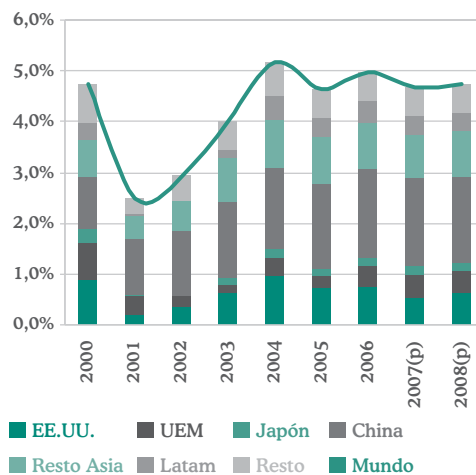
Por un lado, el riesgo de una mayor desaceleración de la economía norteamericana derivada de un ajuste brusco de la inversión no residencial prácticamente se ha diluido, después de que, como ya se ha explicado, su reciente debilidad fuera transitoria. Sin embargo, en las últimas semanas ha vuelto a cobrar fuerza la incertidumbre procedente del segmento crediticio sub-prime (el segmento más arriesgado del mercado hipotecario estadounidense), después de que se sucedieran distintas noticias negativas desde este mercado, como son la quiebra de varios *hedge funds* o la revisión del rating por parte de S&P y Moody's de un gran número de activos con exposición al mercado sub-prime americano. Todo ello, ha provocado un aumento de la incertidumbre financiera, consecuencia de la desconfianza generada en torno a la correcta valoración de los productos estructurados de crédito ante la posible pérdida de valor de sus colaterales, que se ha traducido en un repunte de la aversión al riesgo de los agentes y en un huída hacia la calidad de los inversores. De todas formas, aunque, en el corto plazo, puedan continuar las dudas en torno a este mercado, el riesgo de contagio al resto de la economía o al sistema financiero permanece acotado y la actual volatilidad, aunque pueda permanecer en el corto plazo, debería ser transitoria.

Por otro lado, a nivel global existen otros dos focos de incertidumbre. Así, persiste la preocupación en torno a un posible conflicto con Irán, que pueda desembocar en una escalada de los precios del petróleo, ya de por sí tensionados, y, además, un posible repunte de la inflación global, donde, aunque los sesgos son al alza, las expectativas continúan contenidas.

### Bancos Centrales al alza

A pesar de las preocupaciones por la estabilidad financiera, el tono monetario de los principales Bancos Centrales desarrollados se ha tornado en los últimos meses más restrictivo, dada la solidez del crecimiento y una inflación

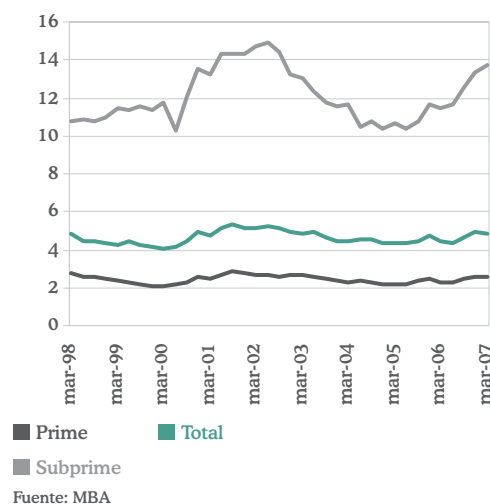
### Crecimiento mundial y Contribución por áreas (%)



Fuente: FMI y BBVA

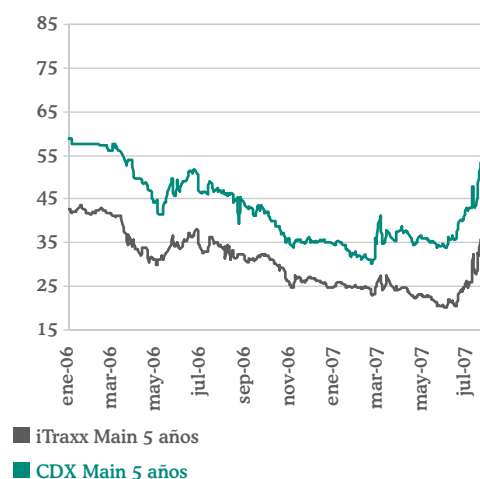
### Morosidad hipotecaria

% del Saldo Hipotecario



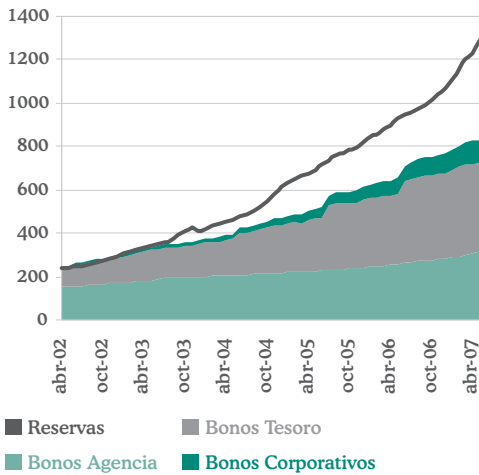
Fuente: MBA

### Spread de Crédito Investment grade (pb)



Fuente: Indexco, Bloomberg y BBVA

## Compras netas acumuladas de China en EE.UU.



Fuente: TIC y BBVA - Capital Flows

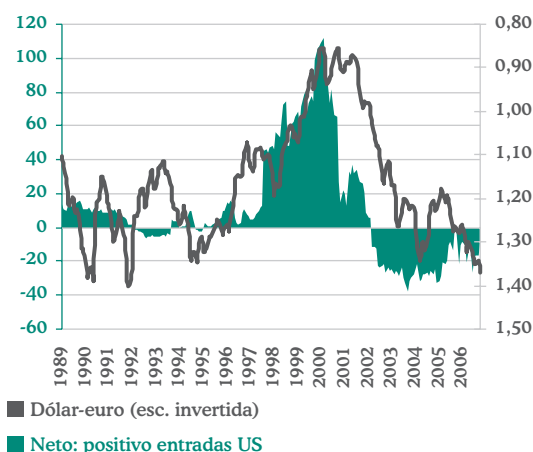
## Previsiones financieras (fin de año)

	2006	2007	2008
<b>Tasas oficiales</b>			
EE.UU.	5,25	5,25	5,25
UEM	3,50	4,50	4,50
<b>Tasas a 10 años</b>			
EE.UU.	4,7	5,0	5,1
UEM	3,9	4,6	4,6
Dólar-euro	1,32	1,33	1,32

Fuente: BBVA

## NETO US-UEM/Dólar-Euro

Acumulado 1 año (nM\$)



Fuente: Thompson y BBVA

ubicada en la parte alta de sus objetivos, como muestran las recientes subidas llevadas a cabo por varios de ellos (BoE, Banco de Canadá, Banco Central de Noruega).

En esta línea se mueve también el BCE, donde la política monetaria continuará normalizándose hasta elevar el precio oficial del dinero hasta el 4,50%, apoyada por la fortaleza del crecimiento europeo, que se espera llegue hasta el 2,7% este año, y una inflación que en el medio plazo se ubicará por encima del objetivo del BCE del 2%.

Además, en Japón, se espera que el BoJ sitúe la tasa hasta en el 0,75% a finales de 2007, retomando el proceso de subidas graduales de tasas, aunque de forma más lenta de lo inicialmente previsto, debido a los síntomas de debilidad que todavía presenta la inflación.

Por su parte, en EE.UU., actualmente en una posición cíclica distinta a la del resto de las principales economías, se espera que la Fed mantenga la tasa de los fondos federales estable en el 5,25% durante un período prolongado de tiempo, apoyada, por un lado, en una economía que se recuperará en la segunda parte del año y que retornará a tasas de crecimiento cercanas al potencial el año que viene, y, por otro lado, en una inflación que, aunque moderándose, permanecerá en la parte alta del rango de tolerancia de la Fed (PCE en el 2%). Sin embargo, el mercado vuelve a descontar un escenario menos benigno para EE.UU., como consecuencia de las recientes turbulencias en los mercados financieros, lo que le ha llevado a incorporar que la Fed recorte el precio del dinero a principios del año que viene.

A pesar del tono restrictivo de los bancos centrales de los principales países desarrollados, a nivel global se espera que, una vez se diluya el actual episodio de aversión, la volatilidad volverá a niveles bajos y continuará la elevada liquidez, derivada de la fuerte acumulación de reservas que siguen mostrando los bancos centrales emergentes. Lo anterior, unido a una saneada situación empresarial y unas sólidas expectativas de beneficios, continuarán apoyando en el medio plazo la buena evolución de los mercados de renta variable. No obstante, a pesar del aumento de las reservas en los países emergentes cabe destacar un cambio de orientación en las estrategias de inversión de los bancos centrales que parecen estar empezando a diversificarse hacia activos alternativos a los bonos del Tesoro norteamericanos. Esta disminución de la demanda de deuda americana, estaría llevando a que las rentabilidades de largo plazo en EE.UU. se vean menos presionadas a la baja por los flujos de capitales. Así, nuestras previsiones sitúan las tasas a diez años en EE.UU. en el 5% y en Europa en el 4,6% a final de año, aunque el corto plazo podrían ubicarse en niveles sensiblemente menores debido al papel de activo refugio que están ejerciendo en el actual episodio de aversión.

Por su parte el dólar continúa debilitándose frente al euro desde finales de 2006 debido a que una variedad de elementos están operando en su contra. Por un lado, cabe señalar la operativa de fusiones y adquisiciones siguen siendo favorables hacia Europa, y por otro, también han influido las continuas noticias de diversificación de reservas procedentes de bancos centrales asiáticos o de países exportadores de petróleo. Además, su evolución en el corto plazo parece estar muy ligada al devenir del diferencial de tasas de interés, que en los últimos tiempos se ha ido estrechando. No obstante, la actual debilidad de la divisa norteamericana parece exagerada y se espera que revierta hacia niveles más apreciados, en torno al 1,33\$/€, una vez la economía estadounidense se recupere y retorne a tasas cercanas al potencial a la vez que se constate un tono más moderado de la economía europea.

No obstante, como se ha descrito con anterioridad, el hecho de que la economía estadounidense sea la que más incertidumbres suscita lleva a que el balance de riesgos establezca un sesgo claramente depreciador sobre el dólar.

### 3. Entorno Macroeconómico

#### El PIB continúa a buen ritmo

El nivel de actividad económica - medido a través del PIB - exhibió un incremento interanual de 8% en el primer trimestre del año. Si bien este valor prolonga la dinámica de crecimiento de los últimos años, al analizarlo en términos desestacionalizados, exhibió un desempeño bastante por debajo de lo esperado. Al comparar el crecimiento del primer trimestre con el cuarto trimestre de 2006, Cuadro 1, se observa la variación más baja (1%) que se registra desde la recuperación económica. Ha influido el flojo desempeño que se observó en el rubro Inversión (ver cuadro 3), principalmente vinculado a la importante desaceleración que registró el sector de la construcción por factores climáticos (intensas lluvias).

En las últimas semanas cobró mayor importancia la problemática energética. Nuestra estimación del impacto que tendría la falta de fuentes energéticas oscila entre 0,5 y 1 punto porcentuales del PIB anual (ver artículo sobre Energía). Sin embargo, dicho impacto puede contrarrestarse, y estimamos que mayormente lo hará, debido a diversos factores entre los que se encuentran: 1) muchas firmas tienen fuentes energéticas propias o pueden sustituirlas - a un costo de oportunidad mayor -; 2) otras empresas, de tecnologías de producción no continuas que, en condiciones normales, no se encuentran produciendo al techo de su capacidad productiva, reprogramarán en los próximos meses las producciones que no pudieron realizar durante el período de fuerte restricción energética.

Nuestra proyección para lo que resta del año (ver cuadro 2) prevé una recuperación en la inversión (motivada por la recuperación del sector de la construcción), un consumo privado que crecerá a una tasa superior a la del PIB, y un consumo público que mostrará una aceleración respecto al último año. Por el lado de la oferta, se espera un gran desempeño en el segundo y tercer trimestre del año para el sector agrícola y, para la totalidad del año, de la intermediación financiera.

Particularmente - ver cuadro 3 - esperamos un crecimiento del 14% en la inversión para todo el año, con una demanda de construcción creciendo al 10% y equipos durables al 20%. Estos últimos motorizados por los de origen importado (afectados por las compras de equipos energéticos, y algunos aviones).

Los datos acumulados al mes de mayo del Estimador Mensual de la Actividad Económica van en línea con nuestra perspectiva, mostrando un incremento acumulado de 8,2% en los primeros cinco meses del año, y de 1,4% con respecto al mes de abril (en términos desestacionalizados). Estas cifras confirman nuestra estimación de fuerte recuperación del crecimiento desestacionalizado en el segundo trimestre (2,2% contra el trimestre anterior)

Creemos que las cuestiones descritas en los párrafos anteriores compensarán en gran parte la problemática energética, aunque los resultados del primer trimestre nos llevan a desacelerar nuestra estimación anual esperando un aumento del PIB del 7,5% en el 2007 (antes 7,9%).

#### Mayor incidencia del consumo público y privado

Al analizar la incidencia de los componentes de la demanda sobre el crecimiento del PBI (cuadro 4) se puede observar que el primer trimestre del año exhibe una mayor participación del consumo privado y del consumo público que lo observado en el año 2006. Es esperable que la tendencia se mantenga a lo largo del año vinculado, entre otras cuestiones, a los incrementos en el gasto en materia de seguridad social (véase recuadro sobre el impacto de las reformas previsionales), el incremento en los salarios y el empleo, y bajas tasas de interés (en términos reales), y el impacto multiplicador de estas cuestiones sobre el consumo privado.

Esperamos que en los próximos años se acentúe el efecto negativo del sector externo sobre el crecimiento, debido a las restricciones de oferta que empiezan a manifestarse. La más notable se percibe en el sector energético. Por su parte, la inversión desacelerará de la mano de construcción, que vivió un boom en los primeros años post-crisis pero que está mostrando una importante desaceleración en los factores que dinamizaron su demanda (la mayor evidencia se encuentra en la construcción residencial).

Cuadro 1.  
Evolución del PIB  
serie a precios de 1993

	serie original var. a/a	serie desest. var. t/t
I '06	8,8%	1,7%
II '06	7,7%	2,1%
III '06	8,7%	2,8%
IV '06	8,6%	1,6%
2006	8,5%	-
I '07	8,0%	1,0%
2007e	7,5%	-

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

Cuadro 2.  
Evolución de la Oferta y Demanda Global  
variaciones % a/a - series a precios de 1993

	PIB	Impor- taciones	Consumo Privado	Consumo Público	Inversión Bruta Interna	Expor- taciones
I '06	8,8%	17,8%	8,4%	8,3%	22,9%	6,4%
II '06	7,7%	6,8%	7,7%	5,8%	18,7%	4,0%
III '06	8,7%	20,2%	7,2%	3,1%	21,0%	6,2%
IV '06	8,6%	17,1%	7,8%	4,5%	12,0%	12,8%
2006	8,5%	15,4%	7,8%	5,2%	18,2%	7,3%
I '07	8,0%	20,4%	8,2%	6,4%	13,1%	7,4%
2007 e	7,5%	20,0%	7,8%	7,0%	14,0%	7,0%

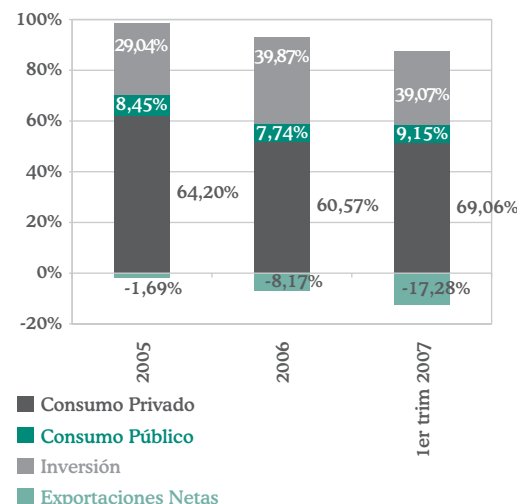
Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

Cuadro 3.  
Evolución de los componentes de la  
Inversión  
variación % a/a - serie a precios de 1993

	Inversión Bruta Interna	Constru- cción	Equipo Durable	Eq. Durable Nacional	Eq. Durable Importado
I '05	13,4%	11,6%	16,5%	9,9%	22,7%
II '05	25,0%	19,4%	34,7%	14,3%	56,6%
III '05	23,5%	23,0%	24,4%	15,9%	32,0%
IV '05	26,9%	25,6%	29,0%	25,9%	31,9%
2005	22,7%	20,5%	26,5%	17,1%	35,5%
I '06	22,9%	22,1%	24,3%	14,4%	32,6%
II '06	18,7%	23,2%	11,6%	11,1%	12,0%
III '06	21,0%	19,6%	23,3%	11,4%	32,7%
IV '06	12,0%	11,1%	13,4%	12,1%	14,7%
2006	18,2%	18,5%	17,7%	12,1%	22,3%
I '07	13,1%	8,2%	20,9%	8,4%	30,0%
2007 (e)	14,0%	10,1%	20,3%	-	-

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales y BBVA Banco Francés

Cuadro 4.  
Incidencia en el Crecimiento del PIB (%)



Cuadro 1.

	IPC		
	Observado	Proyectado*	Diferencia
Acumulado a Junio 07	3,9%	6,2%	-2,3%

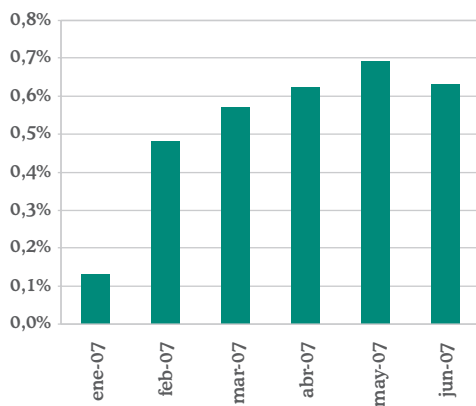
\* Proyectado con modelo de series de tiempo con datos hasta dic. 06  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos sobre de datos de INDEC

Cuadro 2.

	IPC		
	Observado	Proyectado*	Diferencia
Acumulado a Junio 07	3,9%	5,4%	-1,5%

\* Proyectado con modelo por componentes con datos hasta dic. 06  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos sobre de datos de INDEC

Gráfico 1.  
Inflación Nacional vs. IPC GBA  
(dif. en pp. entre IPC resto e IPC GBA)



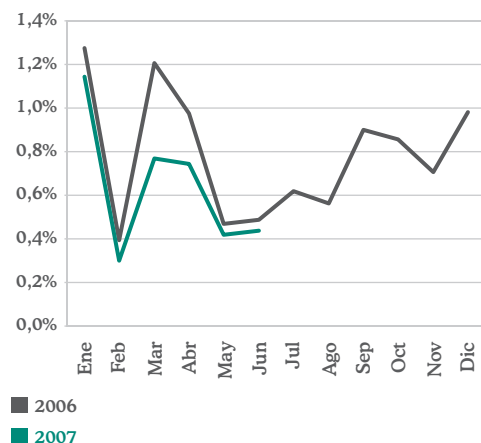
Fuente: Servicio de Estudios BBVA con base a información INDEC

Cuadro 3.

	Sesgo Muestral		Diferencia
	Valores Muestrales	Valores Observados	
Enero	2,0%	1,1%	-0,9%
Febrero	0,5%	0,3%	-0,2%
Marzo	1,1%	0,8%	-0,3%
Abril	1,0%	0,7%	-0,3%
Mayo	0,8%	0,4%	-0,4%
Junio	1,0%	0,5%	-0,5%
Acumulado	6,6%	3,9%	-2,7%

Fuente: Servicio de Estudios Económicos sobre de datos de INDEC

Gráfico 2.  
Evolución del IPC  
(variación % mes anterior)



Fuente: Servicio de Estudios Económicos sobre de datos de INDEC

## El impacto de los cambios metodológicos en el IPC

A lo largo del presente año se implementaron algunos cambios metodológicos en la medición del IPC (dentro de los cuales, se destacaron por su trascendencia los realizados en medicina prepaga y turismo). En líneas generales, los cambios implicaron un sesgo de subestimación de la inflación efectiva de la economía. En este apartado, tratamos de cuantificar su impacto utilizando diferentes métodos de aproximación.

### Estimación del sesgo por series de tiempo

Aquí proyectamos al IPC mediante un modelo de series de tiempo con datos del IPC nivel general hasta diciembre de 2006 (antes de los cambios en la medición), y comparamos el valor oficial acumulado hasta junio con el que surge de la proyección. Según este método, se advierte – ver cuadro 1 - que el sesgo “metodológico” implica un impacto deflacionario de 2,3% para el primer semestre del año.

### Estimación del sesgo por modelo por componentes

Utilizando nuestro modelo de series de tiempo por componentes, realizamos un procedimiento similar al anterior: proyectamos con datos de los componentes hasta diciembre de 2006 y comparamos el valor oficial acumulado hasta junio con el que surge de la proyección. En este caso, cuadro 2, el sesgo “metodológico” exhibe una subestimación de -1,5% para el primer semestre.

### Estimación del sesgo por corte geográfico

Desde el mes de octubre de 2005 el Indec realiza un relevamiento de precios a nivel nacional, que abarca los principales aglomerados urbanos del país, incluyendo al IPC del Gran Buenos Aires (GBA).

Al observar la evolución seguida por ambos, se aprecia que en el último período el IPC GBA se encuentra creciendo por debajo de su contraparte nacional.

En el gráfico 1 se muestra la diferencia entre el IPC Nacional - sin el GBA -, y el IPC del GBA.

La diferencia acumulada entre ambos indicadores de inflación asciende a -3,1 pp en el primer semestre del año.

### Estimación del sesgo por recolección muestral

Utilizando las estimaciones sobre el IPC surgidas de una muestra de 300 bienes y servicios, cuadro 3, el sesgo acumulado a junio asciende a -2,7%.

En conclusión, puede observarse que en el primer semestre del año, el contraste entre la inflación medida por el índice oficial y la obtenida por algunas mediciones alternativas, exhibe una diferencia de entre -1,5% y -3,1%.

## El IPC aumentaría 9% en 2007

Considerando las estimaciones que surgen de nuestros diferentes modelos y, teniendo en cuenta el sesgo “metodológico”, proyectamos un IPC de 9% para el presente año.

Ahora bien, si se tiene en cuenta la inflación acumulada en el primer semestre del año (3,9%) y se la anualiza, esperaríamos una variación del IPC cercana al 8% para el 2007. La estacionalidad también contribuiría en igual sentido, puesto que para los meses que restan del año se observa habitualmente una menor inflación que en la primera parte del año.

A pesar de ello mantenemos el 9% de estimación anual para el 2007, puesto que, en vista de la necesidad de ampliar la oferta energética, contemplamos posibles reajustes en las tarifas de gas y electricidad residenciales en la última parte de este año.

### Incertidumbre entorno a las expectativas de inflación

Los cambios metodológicos arrojan una subestimación de la variación del IPC, abriendo interrogantes sobre la inflación de equilibrio, con el consiguiente aumento de la incertidumbre. En el primer semestre varios indicadores sugieren una subestimación en el rango de -1,5 a -2,7 (-3%/5,4% en términos anualizados), con lo cual la inflación de equilibrio del 2007 estaría en el rango 11,2%/13,6%, si se tiene en cuenta la variación anualizada del IPC del 1° semestre de este año y que los cambios metodológicos siguen vigentes hasta fin de año.

Mirando el 2008, para que la inflación de equilibrio no acelere se requiere principalmente que la política salarial desacelere los aumentos nominales de este año y que los agregados monetarios ralenticen su crecimiento con relación a lo observado en el primer semestre de este año.

## La solvencia fiscal se mantiene durante el primer semestre de este año, pero sostenida por ingresos extraordinarios de la reforma previsional

En el primer semestre del año el superávit primario mejoró un 14% en términos nominales, manteniéndose en niveles similares a los del primer semestre de 2006 en términos del PIB.

Sin embargo el sostenimiento del superávit de este año está reflejando los primeros efectos que provoca la reforma previsional sobre las cuentas fiscales, puesto que dentro de los ingresos se han computado hasta mayo y junio unos \$ 3.000 millones de ingresos adicionales por la transferencia obligatoria al Estado de los fondos de capitalización acumulados por empleados públicos con regímenes especiales. Estos ingresos contribuyeron a neutralizar el aumento en las Prestaciones a la Seguridad Social por la incorporación a pleno al sistema de los nuevos beneficiarios de la moratoria previsional, y sin el cómputo de los mismos el resultado primario se hubiera deteriorado un 10% nominal en el primer semestre 2007.

Durante el período también se destaca el impacto que tuvieron los intereses de la deuda pública reduciendo el resultado financiero y con ello, la capacidad de amortizar y reducir el stock deuda. Ello se debe al aumento de intereses por devengamiento de la deuda ajustable por CER y a las nuevas emisiones de deuda a tasas superiores a la deuda que se cancela. Este año se emitieron en el mercado U\$S 3.100 millones (valor efectivo) a una tasa promedio del 8,1%, además del Bonar V en pesos con un rendimiento del 11,7%.

Este año, el efecto neto sobre el superávit primario de los cambios estructurales que sufrirá el flujo de ingresos y gastos de la Previsión Social estimamos sería positivo, como se explica con mayor precisión en el recuadro específico. Sin embargo, el resto del gasto primario está aumentando a un ritmo superior al de la recaudación de impuestos provocando en el margen un deterioro en las cuentas fiscales. Los mayores aumentos en las erogaciones de este año se registran principalmente en los crecientes subsidios al sector privado, como al servicio de transporte de pasajeros y asistencia financiera a Cammesa por la emergencia energética, además de mejoras salariales a personal de la administración pública.

La política económica que lleva adelante la actual administración hace suponer que esa tendencia del gasto difícilmente se revierta en la segunda mitad del año. Al mismo tiempo, el anuncio de la creación de un fondo (Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto) para preservar los ingresos extraordinarios provenientes de la reciente reforma previsional, nos lleva a prever que el excedente fiscal primario de este año pueda mantenerse en nivel similar al del año anterior, en un 3,4% del PIB. Sin embargo, ese superávit primario incluye como ingresos, siguiendo la metodología del Gobierno, los fondos de capitalización de las AFJP que fueron traspasados al ANSES y en realidad se trata de un acervo que debería computarse por debajo de la línea y no como ingreso corriente. Haciendo dicha corrección el superávit de este año se reduce en aproximadamente 1 punto del PIB mostrando un empeoramiento de la solvencia fiscal.

### Resultado Fiscal SPNF <sup>1/</sup>

en mill. de pesos	1 <sup>er</sup> semestre		
	2006	2007	var. %
<b>Ingresos totales</b>	55.538	75.184	35,4%
Ingresos de SS	11.888	20.188	69,8%
Resto ingresos	43.650	54.996	26,0%
<b>Gasto primario</b>	42.944	60.821	41,6%
Prestaciones a la SS	13.991	22.533	61,1%
Resto de gasto primario	28.953	38.287	32,2%
<b>Resultado primario</b>	12.594	14.364	14,0%
en % del PIB anualizado	3,8%	3,7%	
<b>Intereses</b>	4.560	6.510	42,8%
<b>Resultado financiero</b>	8.034	7.854	-2,2%
en % del PIB anualizado	2,5%	2,0%	

<sup>1/</sup> Excluye de ingresos y gastos las transferencias a provincias en concepto de Coparticipación y Leyes Especiales  
Fuente: BBVA en base a información del MECON.

### Resultado Fiscal SPNF <sup>1/</sup>

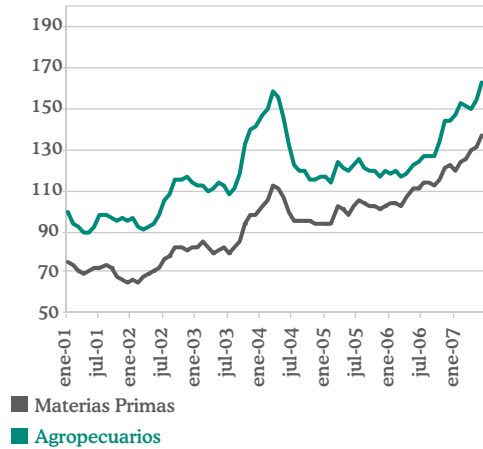
en mill. de pesos	estimado		
	2006	2007	var. %
<b>Ingresos totales</b>	119.070	160.933	35,2%
Ingresos de SS	25.606	42.638	66,5%
Resto ingresos	93.464	118.295	26,6%
<b>Gasto primario</b>	95.899	134.601	40,4%
Prestaciones a la SS	32.190	49.154	52,7%
Resto de gasto primario	63.709	85.446	34,1%
<b>Resultado primario</b>	23.171	26.332	13,6%
en % del PIB	3,5%	3,4%	
<b>Intereses</b>	11.548	15.232	31,9%
<b>Resultado financiero</b>	11.623	11.100	-4,5%
en % del PIB	1,8%	1,4%	

<sup>1/</sup> Excluye de ingresos y gastos las transferencias a provincias en concepto de Coparticipación y Leyes Especiales  
Fuente: BBVA en base a información del MECON.



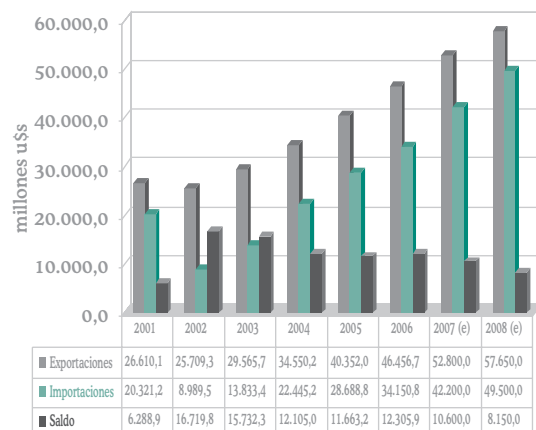
## Índice del Precio de las Materias Primas y Agropecuario

(BCRA Base 1995=100)



Fuente: BCRA

## Evolución Balanza Comercial



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

## Gradual disminución del Saldo en Cuenta Corriente

Las cifras de comercio exterior correspondientes al primer semestre del año muestran una reducción de casi 18% de la balanza comercial con respecto a 2006, en un contexto donde tanto exportaciones como importaciones han crecido por encima de nuestras previsiones.

Con relación a las exportaciones, contribuyen a su crecimiento la favorable coyuntura internacional de precios de commodities, en especial los agrícolas que han dado un fuerte impulso a las colocaciones de granos y subproductos. En particular, el Índice del Precio de las Materias Primas del BCRA registra un aumento de 20% interanual en el primer semestre del año.

La obtención de un nuevo récord en la cosecha de granos (se calculan unas 95,0 millones de toneladas para la campaña 2006/7), conjuntamente con una excelente performance de las ventas de manufacturas de origen industrial (en particular vehículos automotores) impulsan el crecimiento de los volúmenes comercializados. Como viene ocurriendo en los últimos años los rubros energéticos siguen perdiendo participación en las exportaciones a pesar que los precios se mantienen elevados, debido a la menor oferta excedente.

En materia de importaciones, la fuerte expansión está vinculada con la normalización de las compras de Bienes Intermedios luego de los bajos valores observados en el año 2006, como así también en el fuerte crecimiento de las adquisiciones de Bienes de Capital, entre los usos económicos más importantes.

Este comportamiento observado y las perspectivas para el resto del año nos han llevado a elevar nuestras estimaciones anuales tanto de exportaciones como de importaciones. Para las exportaciones contemplamos un crecimiento del 13,7% (antes 11,9%) con respecto al año anterior impulsado principalmente por los favorables precios vigentes (8,0% aumento a/a) y, en menor medida, las cantidades exportadas (5%).

En materia de importaciones, esperamos la elasticidad Importaciones/PIB que durante el 2006 se ubicara en torno a 2,0, se incremente como resultado del impulso que mantienen los distintos usos económicos y la normalización de bienes intermedios antes comentada. De esta manera, con nuestra previsión de crecimiento del PIB de 7,5% anual, esperamos que las importaciones aumenten un 23,6% en valor nominal.

De esta manera, el saldo de la Balanza Comercial que durante el 2006 se ubicara en U\$S 12,3 miles de millones, se reduciría a U\$S 10,6 miles de millones para este año. Estimaciones preliminares para el año 2008 indican que el saldo comercial volvería a reducirse alrededor de U\$S 2,5 miles de millones, como consecuencia del mayor crecimiento de las importaciones que de las exportaciones. A pesar del menor crecimiento esperado de la economía y de una gradual normalización de la elasticidad a PIB, las importaciones continuarán creciendo a una tasa superior a la de las exportaciones, erosionando el superávit comercial. Las cantidades exportadas crecerían en 2008 a un ritmo similar al de este año, mientras que los precios no volverían a repetir la fuerte tasa de crecimiento de 2007, si bien se mantendrían elevados en términos históricos.

Con estos nuevos valores para la Balanza Comercial, que sólo contemplan el intercambio de bienes, junto con nuestras estimaciones para los servicios reales y rentas (intereses y utilidades y dividendos) se llegaría a una Cuenta Corriente del orden de los U\$S 6,6 miles de millones para el corriente año, lo que equivale a un 2,6% del PIB, poco más de un punto porcentual por debajo del registrado durante el 2006. Para el 2008, el saldo de la Cuenta Corriente continuaría disminuyendo para ubicarse alrededor de U\$S 4,8 miles de millones, esto es 1,6% del PIB.

## A pesar del deterioro de la balanza comercial, continúa el superávit cambiario

Nuestra proyección de excedente cambiario del sector privado para todo el año 2007 es de alrededor de U\$S 14.400 millones, un 8% por encima de lo registrado en 2006. En el primer semestre, el excedente superó ampliamente nuestras previsiones al ubicarse en unos U\$S 8.900 millones.

La principal razón de esta diferencia fue que durante el primer semestre de este año, las liquidaciones de cobros de exportaciones fueron cercanas a su valor FOB, con lo cual aquellos sectores que gozan de excepciones específicas que les permiten no ingresar todo o parte de sus embarques, no hicieron uso de este beneficio, como lo hicieron a lo largo del 2006. Esta característica fue más fuerte en los primeros tres meses del año.

Asimismo se observó un significativo aumento en la proporción de prefinanciamientos respecto del total de cobros por exportaciones otorgadas por los bancos locales que alcanzaron el récord en la historia del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC).

Otra gran diferencia respecto de nuestras estimaciones previas vino determinada por la intervención del sector público en el mercado de cambios. En efecto, durante el primer semestre, se produjo un ingreso neto de más de U\$S 2.000 millones por parte del sector público. Este resultado proviene de ingresos de capital por las nuevas colocaciones de títulos públicos realizadas por el Gobierno Nacional (Bonar VII y Boden 2015) y otras emisiones de Gobiernos Provinciales neto del pago de intereses de la deuda nominada en U\$S emitida con posterioridad al Canje (Boden 2012, Bonar y PAR), intereses estos últimos que se compensan parcialmente con el ingreso de intereses sobre las Reservas.

Consideramos que el importante monto de emisiones del Gobierno será utilizado para cancelar sus amortizaciones programadas principalmente en el tercer y cuarto trimestre donde tiene sustanciales vencimientos.

Nuestras estimaciones señalan que las reservas internacionales podrían incrementarse durante este año en unos U\$S 13.200 millones.

## ¿Nueva banda para el tipo de cambio nominal?

Este importante ingreso de dólares al mercado hizo necesaria una mayor intervención del BCRA para mantener estable el tipo de cambio. De hecho, durante el primer semestre de este año el Banco Central intervino en un monto cercano a los U\$S 9.100 millones, más de un 40% de lo que intervino en igual período de 2006.

Esta importante intervención de la autoridad monetaria frenó la tendencia apreciadora del peso y lo mantuvo en un rango en el cual el Gobierno se encontraba confortable. Esta intervención en el mercado cambiario no impide una apreciación en términos reales, ya que la tasa de inflación (descontada de la inflación de USA) es superior a la depreciación del TCN.

Sin embargo, el dólar abruptamente comenzó a subir a finales de julio añadiendo mayor volatilidad. Como viene ocurriendo en los últimos años, el peso se deprecia nominalmente en momentos que finaliza el ciclo de liquidaciones de la cosecha gruesa y/o cuando se presentan algunas turbulencias del mercado para luego estabilizarse. En esta oportunidad influyeron otros factores que agregaron mayor volatilidad, entre los cuales destacamos un "flight to quality" en los mercados internacionales mientras que localmente se suma mayor incertidumbre por la proximidad de las elecciones, la crisis energética y la reciente circular del BCRA para desalentar la entrada de capitales.

Al llegar a un techo de \$3,20 por dólar el BCRA comenzó a intervenir, con ayuda de otros bancos oficiales para que el dólar se centre en una nueva banda de \$3,10 / \$3,15 por dólar.

## El tipo de cambio real bajo la lupa

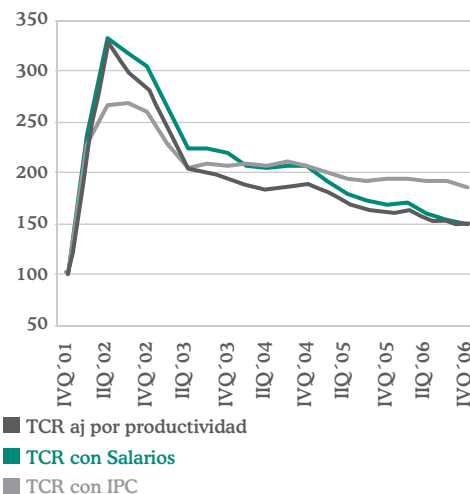
### Deflactando por otros índices de precios

Nuestras mediciones de **Tipo de Cambio Real Bilateral** siempre se han calculado en función de la evolución del Tipo de Cambio Nominal deflactado por el diferencial de inflación entre Argentina y Estados Unidos. Para ello, como medida de inflación se utiliza el Índice de Precios al Consumo (IPC) de ambos países.

Sin embargo, consideramos conveniente ensayar otras mediciones que pudieran resultar más precisas a la hora de calcular la competitividad argentina y con ello determinar cuándo se llegaría a un valor de tipo de cambio real de equilibrio.

## Diferentes medidas del TCR Bilateral

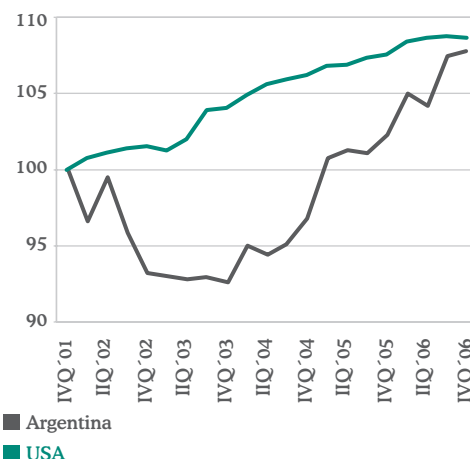
Indices Base IVQ '01 = 100



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC, BLS (USA) y otros

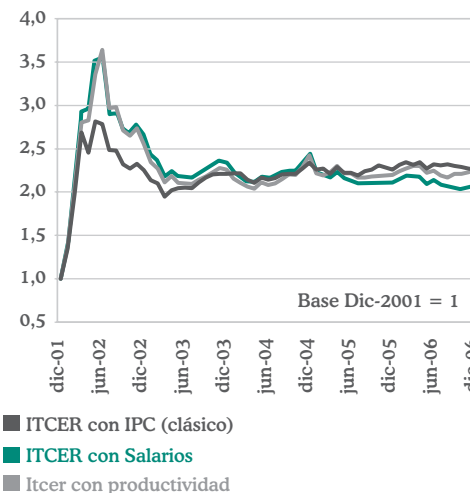
## Evolución de las Productividades: PIB / L

Base IVQ '01 = 100



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC, BLS (USA) y otros

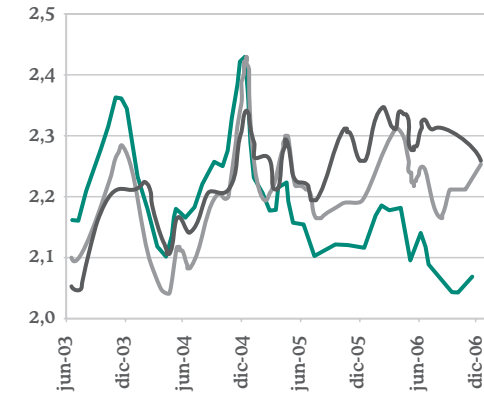
## Evolución del ITCER según las diferentes medidas de ajustarlo



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC, BLS (USA) y otros

## Diferentes medidas del ITCER, período reciente

Base dic01 = 1

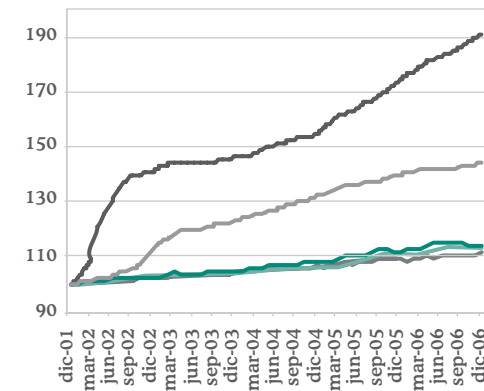


■ ITCER con IPC (clásico)  
■ ITCER con Salarios  
■ ITCER con productividad

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC, BLS (USA) y otros

## Base IPC Indices

Base 100 = dic 2001

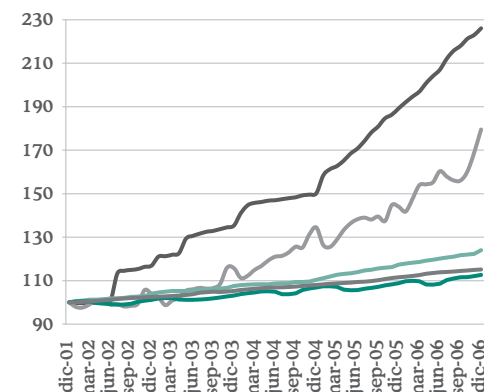


■ Argentina ■ Chile  
■ USA ■ UEM  
■ Brasil

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC, BLS (USA) y otros

## Base Salarios = Indices

Base 100 = diciembre 2001



■ Argentina ■ Chile  
■ USA ■ UEM  
■ Brasil

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC, BLS (USA) y otros

Una primera variante fue utilizar un índice de salarios nominales privados para cada país como alternativa al IPC. Mientras que una tercera alternativa para el cálculo consistió en utilizar como deflactor del tipo de cambio nominal un índice de salario nominal privado pero ajustado por productividad. Como proxy de productividad se utilizó el producto<sup>1</sup> por ocupado de cada país (PIB/L).

Para el caso del **Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCER)**, repetimos la misma metodología, aplicada no sólo a Argentina y EE.UU. sino también a sus principales socios comerciales, teniendo en cuenta para la confección del mismo los nuevos ponderadores del comercio al año 2006.

Se obtuvo información de salarios y productividad para los países que más ponderan en el ITCER y para el resto se continuó utilizando el IPC asumiendo que los salarios siguen la evolución de la inflación de cada socio. De esta manera, los países que cuentan con información detallada tienen un peso en el ITCER del 77%; de los más importantes sólo quedó afuera China, que pesa un 10,8% en el comercio con Argentina.

## La recuperación de los salarios erosionó la competitividad argentina medida por el TCR Bilateral

Como alternativa al uso del IPC en el cálculo del Tipo de Cambio Real Bilateral, utilizamos los salarios nominales tanto para Argentina como para USA.

Esta medición, como se puede ver en el siguiente gráfico, implica un TCR Bilateral más depreciado inmediatamente después de la salida de la Convertibilidad con respecto a la tradicional medida que utiliza el IPC, dado que los salarios tardaron un poco más en reaccionar a la devaluación que los precios minoristas.

No obstante, a partir del año 2005, al ganar importancia las negociaciones salariales en Argentina, se observa una mayor apreciación del TCR Bilateral que deflacta por salarios, ampliándose la brecha respecto de aquella que utiliza el diferencial de IPC. Lo anterior se da en un contexto en el cual los salarios de Estados Unidos han evolucionado en forma moderada.

Sin embargo, esta medida no resulta tan efectiva para medir la competitividad ya que para esto sería necesario calcular el costo salarial unitario de las empresas, lo cual implica tener en cuenta alguna medida de productividad.

Como se advierte en el gráfico anterior, la línea que muestra la evolución del TCR Bilateral ajustado por productividad y la que utiliza salarios nominales como deflactor, tienen un comportamiento similar aunque durante gran parte del período hay una brecha que acaba cerrándose a lo largo del año 2006.

La clave está en el comportamiento de la productividad relativa entre Estados Unidos y Argentina que se puede apreciar en el siguiente gráfico, en el cual se ve que la productividad de Estados Unidos crece casi uniformemente a lo largo del período mientras que la de Argentina cae significativamente en los primeros años post Convertibilidad de la mano de la fuerte caída del producto, para tomar un fuerte impulso a partir del 2004 hasta prácticamente alcanzar el crecimiento de la productividad de Estados Unidos hacia finales de 2006.

De lo anterior podemos concluir que si usamos una medida más adecuada para calcular la competitividad alternativamente al IPC, el TCR bilateral no se encuentra tan depreciado como con nuestra medida tradicional. Efectivamente, si con el uso del IPC como deflactor, la depreciación del TCR bilateral alcanza al 85% en el plazo analizado, mientras que usando las medidas alternativas la depreciación solo llega al 50%.

## Las apreciaciones de las monedas de los principales socios evitaron una mayor erosión de la competitividad argentina en un contexto de subas de los costos laborales.

A los efectos de lograr una mejor medición de la competitividad argentina respecto de sus principales socios comerciales replicamos lo que hicimos para el Tipo de Cambio Real Bilateral aunque en esta oportunidad teniendo en cuenta los principales socios comerciales de Argentina.

Con la nueva ponderación (2006) el ITCER tradicional que deflacta el Tipo de Cambio Nominal de Argentina y el de cada uno de sus socios por su respectiva inflación, indica que a diciembre de 2006, el Tipo de Cambio Real Multilateral

<sup>1</sup> El Producto se mide por el PIB a precios constantes desestacionalizado, en todos los casos.

(ITCER) se encuentra devaluado en un 125,8% respecto de la base de diciembre 2001 = 1.

Ahora bien, en la primera variante que implica reemplazar el IPC de cada país por el indicador de salarios nominales como proxy de inflación resulta que la devaluación acumulada en el período diciembre-2001 a diciembre-2006 ascendió al 108,0%, es decir algo por debajo de la medida tradicional.

En cambio al ajustar los salarios por productividad tratando de aproximar al costo laboral de cada país, la devaluación acumulada para el mismo período se ubica en 125,4%, es decir una devaluación similar a la registrada por la medida tradicional del ITCER usando el IPC. Como veremos en el último apartado de conclusiones esto se debe básicamente al comportamiento de las variables utilizadas en Brasil.

A continuación vemos en un gráfico de largo plazo como evolucionaron las tres medidas de ITCER. Si bien a lo largo del período los tres indicadores parecen evolucionar de manera similar, se producen diferencias significativas en el subperíodo inmediatamente posterior a la devaluación y en el subperíodo reciente (mediados de 2005 en adelante).

Para ver con una escala más ampliada la evolución del período reciente es que mostramos el siguiente gráfico a partir de junio de 2003.

En el caso del ITCER es más difícil establecer las causas de los diferentes comportamientos de cada una de las variables dada la interacción del conjunto de países. Para ello vemos los siguientes gráficos que muestran el IPC, los salarios nominales y la productividad de cada uno de los principales socios junto con Argentina:

De los tres gráficos anteriores la primera conclusión que sacamos es que Argentina, mostró desde diciembre de 2001 un crecimiento ininterrumpido del IPC y de los salarios nominales, muy por encima de sus principales socios comerciales.

Mientras que en el caso de la productividad, tras la fuerte caída al comienzo de la crisis, comenzó a recuperarse velozmente a partir del 2004, con el crecimiento de la actividad hasta alcanzar a sus socios más estables como USA, y Chile y aún superando a la UEM.

De los socios comerciales de Argentina, podemos decir que tanto USA, Chile y la UEM tienen un comportamiento similar en cuanto a que precios y salarios aumentan en forma moderada, al igual que la productividad.

No obstante, las mayores diferencias las encontramos en Brasil, el socio con mayor peso relativo en nuestro índice (32%) que muestra precios y salarios creciendo por debajo de Argentina pero por encima de los otros países involucrados en este análisis. Sin embargo, en materia de productividad Brasil muestra una caída de 10% en el período considerado.

## En conclusión

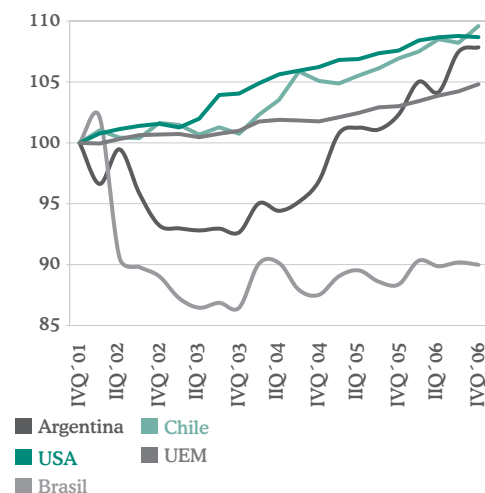
La ganancia de competitividad de Argentina por la devaluación se ha erosionado en los últimos 2 años por la recuperación de los salarios reales. Considerando los costos laborales unitarios (salarios ajustados por productividad), el tipo de cambio real bilateral se ubica sólo un 50% por encima de diciembre de 2001, mientras que la medida tradicional usando IPC arroja una depreciación real del peso del 80%.

Sin embargo, el fortalecimiento de las monedas de algunos de los principales socios comerciales de Argentina (en particular, Brasil, Chile y la UEM) ha permitido sostener la competitividad aún en un contexto de aumento de costos locales. Así, el tipo de cambio real multilateral, deflactado por IPC muestra una depreciación de 125%, significativamente mayor a la del bilateral. La competitividad de Argentina no disminuye si se deflacta por costos laborales unitarios ya que si bien en Argentina los salarios han crecido por encima de la inflación en línea con la mejora de productividad, en otros socios comerciales (Brasil) han aumentado incluso por encima de la productividad.

Esto es así porque, como se puede ver en la tabla desagregada que se encuentra a continuación, los salarios en Argentina crecieron mucho más aprisa en el período contemplado que la Inflación, mientras que en Estados Unidos ambas variables crecieron en forma muy pareja y en magnitudes inferiores a las de nuestro país.

## Base Productividad Indices

Base 100= IVQ 2001



Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC, BLS (USA) y otros

Período	Tipo de Cambio Real Bilateral		
	IPC	Salario Nominal	Salario ajustado por Productividad
Dic-01	100,0	100,0	100,0
Dic-06	185,1	149,9	148,7
Var. Acumulada	85,1%	49,9%	48,7%

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC, BLS (USA) y otros

Período	Tipo de Cambio Real Multilateral		
	IPC	Salario Nominal	Salario ajustado por Productividad
Dic-01	100,0	100,0	100,0
Dic-06	225,8	208,0	225,4
Var. Acumulada	125,8%	108,0%	125,4%

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC, BLS (USA) y otros

## Tabla Resumen

IPC	Argentina	USA	BRASIL	CHILE	UEM
Dic-01	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dic-06	191,3	114,2	144,3	113,2	111,2
Variación	91,3%	14,2%	44,3%	13,2%	11,2%
Salario Nominal	Argentina	USA	BRASIL	CHILE	UEM
Dic-01	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dic-06	226,0	112,6	179,5	124,0	115,2
Variación	126,0%	12,6%	79,5%	24,0%	15,2%
Productividad	Argentina	USA	BRASIL	CHILE	UEM
Dic-01	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dic-06	107,8	108,7	90,0	109,6	104,8
Variación	7,8%	8,7%	-10,0%	9,6%	4,8%
Ponderación en el ITCER	Argentina	USA	BRASIL	CHILE	UEM
	13,6%	32,6%	8,2%	22,6%	

Fuente: BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC, BLS (USA) y otros

## El abastecimiento energético comprometido

### Resumen Ejecutivo

- Los problemas de abastecimiento de gas natural y energía eléctrica que llevan a restricciones al suministro se producen en días de temperaturas bajas y en horas puntuales en el caso de electricidad. Esto significa, que la insuficiencia de la oferta para atender las necesidades de la demanda se manifiesta puntualmente con temperaturas extremas y no es un problema para el promedio anual.
- Sin embargo, aún considerando los valores anuales existe una necesidad de reducir las exportaciones netas de ambas fuentes de energía para atender una demanda interna que crece por encima de la oferta local.
- En el caso del gas natural, el primer limitante que se presenta es el transporte. Como consecuencia de las bajas temperaturas registradas en junio y julio, por debajo de los promedios históricos de esos meses se tuvo que cortar la provisión de gas natural a la Industria y disminuir el normal abastecimiento a las centrales térmicas para poder abastecer al sector residencial.
- En cuanto a la energía eléctrica se implementaron cortes de 8 horas diarias (de 16:00 a 24:00 horas) en los Grandes Usuarios para atender a los consumidores residenciales ante los problemas de potencia, situación que se complicó por el menor rendimiento de las centrales térmicas por la utilización de combustibles alternativos ante la menor disponibilidad de gas natural y la menor hidráulidad en la Cuenca del Comahue.
- En nuestro ejercicio de estimación del impacto que sobre el nivel de actividad ocasionarían las dificultades en el abastecimiento energético, adoptamos un supuesto de máxima sin contemplar la posibilidad de utilizar combustibles alternativos en la producción ni tampoco la posibilidad de recuperar producción en los meses en que la demanda de los hogares disminuye.

Teniendo en cuenta estos supuestos y bajo las modalidades de cortes implementadas calculamos que por cada 10 días de corte, la actividad económica registraría una contracción del 0,6%. Con lo cual de producirse restricciones en el abastecimiento de gas y electricidad en los meses de julio y agosto de igual magnitud (10 días), el impacto de máxima sobre el PIB rondaría el 1,0% anual.

- Las medidas adoptadas por el Gobierno han consistido, en el corto plazo, en el racionamiento de gas y electricidad a los grandes usuarios y un incremento en las importaciones netas tanto de gas como de electricidad. A mediados de julio, se lanzó el Programa de Energía Total cuyo objetivo es incentivar la sustitución del consumo de gas natural y/o energía eléctrica por el uso de combustibles alternativos para las diferentes actividades productivas y/o la autogeneración eléctrica, por un plazo de 90 días.

En el mediano plazo, se inscriben el lanzamiento de la licitación del Gasoducto del Noreste para la mayor importación de gas proveniente de Bolivia (llegaría a una capacidad de transporte de 20,0 millones de m<sup>3</sup>), al tiempo que, aunque demoradas se encuentran una serie de obras para la ampliación de la capacidad de los gasoductos troncales en alrededor de 20,0 millones de m<sup>3</sup>.

Con relación a la provisión eléctrica, a la construcción de las dos centrales térmicas de Timbúes (Santa Fe) y Campana con una potencia de 800 MW de cada una que se encuentran en marcha, al momento de escribirse este informe se lanzó la lici-

tación para la construcción de 5 centrales térmicas con una potencia total de 1600 MW que deberían entrar en funcionamiento el año próximo.

### Introducción

El sector energético, en particular las fuentes gasífera y eléctrica aunque ello ocasione también faltantes en combustibles líquidos, se encuentra en el centro de las preocupaciones a la hora de analizar la evolución de la economía argentina. Es que las restricciones que han empezado a manifestarse a partir de fines del mes de mayo pusieron al descubierto antes de lo previsto las restricciones en el abastecimiento de energía.

El objetivo del presente análisis es repasar la situación imperante de ambos sectores, donde se encuentran los principales “cuellos de botella”, y hacer un ejercicio para medir el posible impacto que podrían tener sobre el nivel de actividad la presencia de restricciones de una determinada magnitud en el abastecimiento de ambas fuentes de energía.

### Problemas en el abastecimiento de gas

El balance del sector gasífero en el 2006 mostró una producción que apenas creció un 0,7% y un nivel de importaciones por debajo del registrado el año 2005, con lo cual la Oferta de gas natural se incrementó en sólo un 0,3%. La producción resultó sostenida por el aporte de las cuencas Austral y Golfo de San Jorge, ya que las restantes, incluida la Neuquina, que es la más importante, han registrado retrocesos en sus niveles de aporte.

Por el lado de la Demanda los despachos al Mercado Interno crecieron un 4,9% como consecuencia fundamentalmente de las subas de los consumos de los usuarios industriales y las centrales eléctricas, en tanto los usuarios residenciales y comerciales mostraron una caída en sus requerimientos. El equilibrio entre la oferta y demanda se logró con una menor provisión de gas natural a Chile, que exhibió una baja del 5,8% en el período.

Para la proyección de las necesidades del corriente ejercicio y del año próximo adoptamos el supuesto de que la producción de gas natural queda estancada. Este crecimiento nulo podría ser considerado optimista dado que en los primeros cinco meses del año acumula una caída del 0,8% con relación a igual período del año anterior, sin embargo, la menor disponibilidad del fluido obedece a las caídas registradas en el primer trimestre del año ya que los meses de abril y mayo están mostrando crecimientos interanuales. Para completar la oferta, le agregamos un nivel de importaciones de gas proveniente de Bolivia que alcanzaría un nivel promedio de 6,5 millones de m<sup>3</sup>/diarios (el acuerdo alcanzado con el vecino país contempla un suministro hasta un máximo de 7,7 millones de m<sup>3</sup>/diarios).

En nuestra proyección de Demanda, consideramos que la Demanda Intermedia no registra variación mientras que la Demanda Final se expande en línea con nuestro pronóstico de crecimiento de la economía (7,5% anual) y tomando en cuenta la elasticidad Demanda de Gas Natural/PIB para el período 2003/2006 (0,6). Con estos supuestos el cierre del Balance del sector requiere un nivel de reducción de importaciones de gas natural a Chile del orden 20,0% para este año. Dado que esta es una variación promedio, el nivel de cortes que deberá sufrir en algunos días debería ser mayor.

En cuanto al 2008, manteniendo igual nivel de elasticidad y con un nivel de actividad que se expande al 6,3% según nuestras estimaciones, los requerimientos del mercado interno prepararían un 3,9% anual, con lo cual será necesario un recorte adicional promedio del 30,0% sobre las ventas externas para poder complementarlos.

**Cuadro 1.**  
**Balance sector gas a mediano plazo - caso base**

	Valores anuales (MMm3)					Variaciones %		
	2004	2005	2006	2007 (e)	2008 (e)	2006/2005	2007/2006	2008/2007
Producción	52205,7	51329,2	51665,5	51665,5	51665,5	0,7%	0,0%	0,0%
Importación	804,1	1610,5	1428,5	2372,5	2372,5	-11,3%	66,1%	0,0%
<b>TOTAL OFERTA</b>	<b>53009,8</b>	<b>52939,7</b>	<b>53093,9</b>	<b>54038,0</b>	<b>54038,0</b>	<b>0,3%</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,0%</b>
<u>Demanda Intermedia</u>	<u>9947,8</u>	<u>9780,8</u>	<u>9844,9</u>	<u>9844,9</u>	<u>9844,9</u>	<u>0,7%</u>	<u>0,0%</u>	<u>0,0%</u>
<u>Demanda Final</u>	<u>40770,9</u>	<u>41209,1</u>	<u>42525,7</u>	<u>42984,7</u>	<u>42993,6</u>	<u>3,2%</u>	<u>1,1%</u>	<u>0,0%</u>
Entregas al MI	33.472,7	34.685,0	36.381,8	38069,5	39553,0	4,9%	4,6%	3,9%
Entregas al ME	7.298,2	6.524,1	6.143,9	4.915,1	3.440,6	-5,8%	-20,0%	-30,0%
<b>TOTAL DEMANDA</b>	<b>50718,7</b>	<b>50989,9</b>	<b>52370,6</b>	<b>52829,5</b>	<b>52838,5</b>	<b>2,7%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,0%</b>
Diferencia 1/	2291,1	1949,9	723,3	1208,4	1199,5	-62,9%	67,1%	-0,7%

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.

Nota al pie : Ante la falta de datos se procedió a calcular la Demanda Intermedia (consumos en yacimiento, gas ventado, etc.) manteniendo su proporción con respecto a la producción, mientras que se registra un importante ajuste en el rubro Diferencia porque el resultado del 2006 luce anormalmente bajo.

Es decir, nuestro Balance continúa mostrando que el sector externo puede seguir actuando como la válvula de ajuste para una actividad gasífera estancada. Un escenario de Riesgo que contemplara una producción ligeramente declinante durante el 2007/2008 y una demanda interna más alta producto de una elasticidad Demanda de Gas natural/PIB superior (0,7 para el período 2002/2006), requeriría cortes en las exportaciones del orden del 30,0% y 45,0% adicionales durante 2007 y 2008.

Es poco probable lograr una mayor oferta de gas en el corto plazo por las siguientes razones: a) una mayor producción de gas natural requeriría de una inversión más vigorosa en exploración y explotación, la cual necesita de un proceso de maduración que no puede esperar lograrse en el corto plazo; b) las mayores importaciones de Bolivia (el acuerdo para la provisión de hasta un máximo de 27,7 millones de m3/diarios con un horizonte 2007/2009) todavía existe sólo como proyecto, puesto que además de no haber empezado las tareas de construcción del Gasoducto del Noroeste y de la planta separadora de gases en Bolivia (las obras se encuentran en etapa de licitación), también se debe tener en cuenta que Bolivia para estar en condiciones de suministrar el fluido deberá implementar inversiones de las cuales al momento no hay información disponible.

## El transporte como limitante

La capacidad de inyección de gas natural en el sistema de transporte se encuentra, incluyendo las últimas ampliaciones realizadas, en 128,3 millones de m3/diarios, de acuerdo a lo informado por Enargas, según el siguiente detalle:

**Cuadro 2.**  
**Capacidad instalada en los Gasoductos**

Gasoductos troncales	MMm3/día	Amp. Previstas 2007/2008 MMm3/día
Norte	24,30	5,0
Centro Oeste	32,80	5,0
Neuba I	14,10	5,0
Neuba II	28,90	
San Martín	28,20	5,0
	<b>128,30</b>	<b>20,0</b>

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

Las nuevas ampliaciones anunciadas para 2006-2008 se encuentran demoradas debido a los problemas generados por las denuncias de sobrepuestos en las últimas expansiones realizadas y existen dudas sobre el momento en que lograrán materializarse, más allá de los problemas de financiación de las obras luego que varias empresas presentaran amparos ante la Justicia en contra de los cargos específicos cobrados destinados a ese fin.

Los requerimientos promedio al sistema de transporte en la época invernal según nuestro Escenario Base, son muy altos y cercanos a las capacidades de transporte existentes, lo cual hace prever que, para los días y horas pico de consumo, los requerimientos superarán a la capacidad instalada.

**Cuadro 3.**  
**Proyección de las necesidades de Gas Natural en el período invernal**

Meses	Entregas al Mercado Interno		Merc. Externo		Total Sist. de Transporte MMm3	Total Sist. de Transp. Diario MMm3
	2006 MMm3	Var. % Proyectada	2007 est MMm3	2007 est MMm3		
Junio	3271	4,6	3421	154	3576	119,2
Julio	3325	4,6	3478	223	3701	119,4
Agosto	3410	4,6	3567	196	3763	121,4
<b>Total Período</b>	<b>10006</b>		<b>10467</b>	<b>573</b>	<b>11040</b>	<b>120,0</b>

Fuente: Serv. de Estudios Económicos BBVA Banco Francés.-

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

Meses	Entregas al Mercado Interno		Merc. Externo		Total Sist. de Transporte MMm3	Total Sist. de Transp. Diario MMm3
	2007 est MMm3	Var. % Proyectada	2008 est MMm3	2008 est MMm3		
Junio	3421	3,9	3555	108	3663	122,1
Julio	3478	3,9	3614	156	3770	121,6
Agosto	3567	3,9	3706	137	3843	124,0
<b>Total Período</b>	<b>10467</b>		<b>10875</b>	<b>401</b>	<b>11276</b>	<b>122,6</b>

Fuente: Serv. de Estudios Económicos BBVA Banco Francés.

Lo ocurrido durante mayo y junio, con temperaturas por debajo de los promedios históricos para esos meses del año, puso en evidencia la fragilidad del sistema y obligó a las autoridades a practicar

cortes de gas en la industria y sustituir su uso en la generación eléctrica por combustibles líquidos, para no desabastecer los consumos residenciales, establecidos como prioritarios por el gobierno.

Este problema se mantendrá en el futuro y se hará efectivo cada vez que bajas temperaturas impacten sobre la demanda interna. Ilustra lo anterior el siguiente cuadro donde pueden verse como los últimos inviernos han sido más benignos que el promedio histórico así como el dato correspondiente a junio de este año (último dato conocido) se ubica bien por debajo del mismo.

**Cuadro 4.**  
**Temperatura promedio en el período invernal**  
(en °C)

Meses	Prom Hist.	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Junio	11,5	10,7	13,0	13,4	14,3	13,2	10,8
Julio	11,0	11,5	11,1	12,4	12,4	14,3	
Agosto	12,7	14,2	12,1	13,8	13,0	12,4	
Prom. Período	11,7	12,1	12,1	13,2	13,2	13,3	

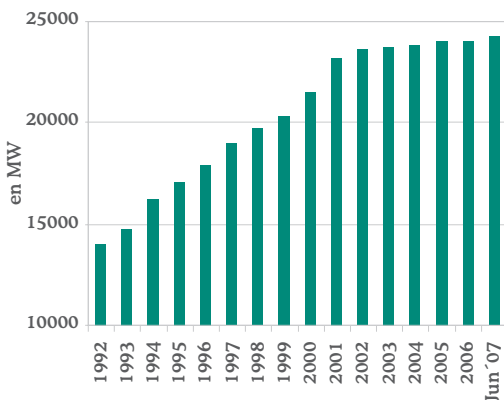
Fuente: CAMMESA

### Los problemas de Potencia en Energía Eléctrica

La problemática del sector eléctrico presenta analogías con la situación del sector gasífero, puesto que la situación es particularmente frágil en horas pico de alto consumo. Sin embargo, aquí el problema está más vinculado con la capacidad de generación que con la transmisión de energía.

La falta de inversiones de significación en la generación de electricidad se ha traducido en un virtual estancamiento de la Potencia Bruta Instalada desde el año 2001 a la fecha.

**Gráfico 1.**  
**Evolución potencia bruta efectiva instalada**



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

Las cifras informadas por CAMMESA correspondientes al mes de junio 2007 último dan cuenta que la Capacidad Bruta efectiva instalada asciende a 24.239 MW, con una participación del 54,0% de oferta de origen térmico, 41,9% de origen hidráulico y 4,1% de origen nuclear.

A fin de analizar la capacidad de respuesta del sistema a requerimientos en horas pico, esta Capacidad Bruta efectiva instalada debe convertirse en neta teniendo en cuenta las indisponibilidades que pueden presentar los equipos por motivos técnicos y el nivel de hidráulicidad que presentan las cuencas que abastecen a los generadores hidroeléctricos.

Para su cálculo adoptamos el supuesto que la indisponibilidad del parque térmico asciende al 25,0% (como el promedio del período enero-junio del corriente año), levemente inferior para el caso de las hidráulicas y manteniendo a las nucleares operando al 100% de su capacidad, luego de las salidas transitorias ocurridas en la primera parte del año.

Bajo este conjunto de supuestos estimamos que el Sistema opera con una Capacidad Neta de generación de 18.900 MW, que podría verse disminuida en los próximos meses si persisten los problemas de hidráulicidad en la Cuenca del Comahue. Ante un requerimiento pico de la demanda como el acontecido el pasado 14/06 de 18.345 MW de potencia, el Sistema se ve en la necesidad de recurrir a importaciones adicionales y operar con un bajísimo nivel de reservas, máxime teniendo en cuenta que para esa fecha existió un problema de provisión de las centrales nucleares.

Esta situación agravada por el mayor dinamismo de la demanda residencial como consecuencia de las bajas temperaturas imperantes y la perspectiva que se prolongue en el tiempo, ha obligado a las autoridades a implementar medidas de administración de la demanda, implementado cortes a Grandes Usuarios durante 8 horas diarias. Es por ello que pese a las bajas temperaturas imperantes con fechas posteriores al 14/06 no se ha alcanzado nuevos récords de potencia.

**Cuadro 5.**  
**Situación al mes de Junio/07**

Concepto	MW
1. Oferta Bruta Efectiva	24239
2. Indisponibilidades:	5301
Generación térmica	3272
Generación hidráulica	2029
Generación nuclear	0
3. Oferta Neta Efectiva (1 - 2)	18938
4. Demanda pico 14/06	18345
5. Oferta excedente (4 - 3)	593
6. Demanda promedio Junio/07	13001

Fuente: CAMMESA.

### El comportamiento de la generación

Del análisis del Balance del Sector Eléctrico surge que al igual que en el ejercicio anterior de proyección de Gas Natural, es el sector externo que permite ajustar la situación con menos exportaciones y más importaciones.

Las cifras correspondientes al primer semestre del año nos muestran que la oferta de generación se incrementó en un 3,6%, con un mayor aporte por parte de las centrales térmicas e hidráulicas, ya que las nucleares se vieron afectadas por paradas técnicas en la primera parte del año. Como se mencionara las importaciones tuvieron un importante crecimiento de alrededor del 40,0% interanual.

Por el lado de la Demanda de Energía Eléctrica se observa que la proveniente de los Agentes internos creció un 5,8%, en tanto las exportaciones debieron reducirse a un tercio.

El importante crecimiento mostrado por la Demanda de los Agentes se encuentra en línea con lo experimentado en los últimos años como puede observarse en el siguiente cuadro donde exponemos el comportamiento de la elasticidad Demanda de Energía/PIB en distintos períodos de crecimiento económico.

**Cuadro 6.**  
**Balance de Energía Mensual MEM+MEMSP (GWh)**

Concepto	2006	Enero-Junio 2007	Variación %
<b>Generación</b>			
Térmica	27693	29829	7,7%
Hidráulica	19829	20439	3,1%
Nuclear	3887	2712	-30,2%
Importación	834	1166	39,9%
<b>TOTAL</b>	<b>52243</b>	<b>54146</b>	<b>3,6%</b>
<b>Demanda</b>			
Dem. Agentes	48370	51191	5,8%
Exportación	1565	561	-64,2%
Bombeo	197	214	8,6%
Pérdidas y Consumos *	2111	2180	3,3%
<b>TOTAL</b>	<b>52243</b>	<b>54146</b>	<b>3,6%</b>
Racionamiento Tensión	0	0	-
Racionamiento Cortes	0	11	-
<b>TOTAL REQUERIDO</b>	<b>52243</b>	<b>54157</b>	<b>3,7%</b>

\* Comprende pérdidas en la red y consumos propios de centrales y autogeneradores.  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de CAMMESA.

**Cuadro 7.**  
**Elasticidad Demanda de Electricidad/PIB**

Período	Crecimiento %		Elasticidad
	Dem. Electricidad	PIB constante	
1994-1992	15,6%	11,9%	1,3
1998-1995	20,0%	18,5%	1,1
2006-2002	26,8%	40,5%	0,7
2006-2003	19,3%	29,1%	0,7

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

Con un nivel de actividad que viene creciendo alrededor de un 8,0% (si tomamos en cuenta nuestra previsión para el segundo trimestre del año) y una elasticidad Demanda de Energía Eléctrica/PIB de 0,7, el crecimiento se ubica alrededor del valor registrado en las estadísticas publicadas.

Es importante destacar que las mayores importaciones y la reducción de las exportaciones es una política destinada a superar una coyuntura especialmente ajustada, ya que en el futuro para la importación de mayores cantidades de energía eléctrica sería necesaria la construcción de líneas de transporte adicionales.

El aumento de la generación local podría iniciarse hacia el 2008 con la puesta en funcionamiento de las dos centrales de ciclo combinado de 800 MW cada una situadas en Campana y Timbúes, pero con una capacidad inicial inferior a la que se lograría a su finalización. Posteriormente, hacia el 2009 entraría en funcionamiento la central nuclear Atucha II con una potencia de 690 MW.

### Posible impacto de las restricciones energéticas sobre el nivel de actividad

El objetivo es aproximar el posible impacto de las restricciones de energía eléctrica y gas natural sobre la actividad de la industria en particular y, a través de ella, sobre el nivel general de actividad de la economía.

Durante los meses de junio y julio según lo consignado en medios periodísticos, se implementaron en determinados períodos cortes en el suministro de gas a industrias (50% de lo demandado diariamente) y a la provisión de energía eléctrica (8 horas de cortes de 16:00 a 24:00 horas) para garantizar el abastecimiento del consumo residencial. Posteriormente se agregó el programa denominado Energía Total cuyo objetivo es incentivar la sustitución del consumo de gas natural y/o energía eléctrica por el uso de combusti-

bles alternativos para las diferentes actividades productivas y/o la autogeneración eléctrica, por un plazo de 90 días.

A tal fin se destinan al Programa la suma de \$930 mil millones para el pago de las diferencias que surjan entre los precios de compra para la provisión habitual de cualquier fuente de energía y la adquisición de los combustibles sustitutos.

De acuerdo a estimaciones oficiales la puesta en marcha del Programa implicará un ahorro de 5,8 millones de m<sup>3</sup>/diarios de gas natural principalmente por parte de la industria, parte del cual se destinará a la generación eléctrica. Las centrales eléctricas vienen produciendo con combustibles alternativos y por ende con un menor rendimiento, con lo cual esta medida lograría una potencia adicional de 400 MW.

No obstante, queda todavía el interrogante de la celeridad con que se podrá poner en marcha el mismo y de las capacidades logísticas disponibles para atenderlo.

El siguiente ejercicio se basa en las modalidades de las restricciones imperantes en el mes de junio y se considera un efecto de máxima, vale decir:

- Se considera que el racionamiento de energía afecta a toda la industria y no a determinadas regiones como sugiere la información disponible.
- No se tiene en cuenta la posible utilización de combustibles alternativos en el proceso productivo (a lo que apunta el Programa de Energía Total), ni se contempla la posibilidad de recuperar la producción en otros horarios o bien en los períodos en los cuales los factores climáticos no afecten la provisión energética.

Bajo estas consideraciones y asumiendo las dificultades que presenta una estimación de este tipo, tomamos en consideración las elasticidades Demanda de gas natural/PIB y Demanda de Energía eléctrica/PIB, pero para la Industria manufacturera en particular.

A fin de mensurar su impacto adoptamos como supuesto que estos cortes se prolongan por una extensión de 10 días procediendo a partir de estos datos a calcular su impacto sobre la actividad industrial y general.

**Cuadro 8.**  
**Impacto de las restricciones energéticas**

Variables	Gas	Energía Eléctrica
Elasticidades	0,58	0,60
Días de corte	10	10
Magnitud del corte diario	12 horas	8 horas
Caída en el PIB Industrial	2,50%	1,60%
Caída en el PIB	0,50%	0,30%

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de Enargas, Secretaría de Energía, Cuentas Nacionales y elaboración propia.

La existencia de dos efectos separados por el impacto en la provisión de las distintas fuentes energéticas no debe llevarnos a estimar que el impacto total sea la suma de ambos, ya que existe superposición en los cortes.

Es por lo anterior, que estimamos un efecto de máxima, y con las salvedades que hicimos mención más arriba, sobre el nivel de actividad económica del 0,6% del PIB por cada 10 días de corte de las modalidades arriba descritas bajo el supuesto de que al piso que supone el corte de gas (0,5%) se le adiciona un 30% del efecto de racionamiento eléctrico. De producirse restricciones en el abastecimiento de gas y electricidad en los meses de julio y agosto de igual magnitud (10 días), el impacto máximo sobre el PIB rondaría el 1,0% anual.

**Jorge Lamela**

jorge.lamela@bancofrances.com.ar



Ernesto Di Rocco<sup>1</sup>

Ernesto.dirocco@bancofrances.com.ar

## Artículo: Cambios estructurales en el sistema de jubilaciones argentino

El presente apartado intenta brindar luz sobre los efectos derivados de los últimos cambios estructurales en el sistema de jubilaciones y pensiones argentino conocidos los primeros efectos directos que la variación normativa ha generado y proyectando el comportamiento que estas variables pueden alcanzar en los próximos años. El análisis no incluye consideraciones en relación al financiamiento del sistema proveniente de otros impuestos, es decir, que solo se analizará el financiamiento "genuino" (proveniente de la propia recaudación de la seguridad social) del régimen de jubilaciones y pensiones nacional.

Las actuales estimaciones deben ser interpretadas como preliminares, dado que no incluyen los niveles de traspasos al sistema de reparto que efectivamente se materializarán en 2008 como consecuencia de la decisión voluntaria de los individuos afiliados al régimen de capitalización individual con edades menores a los 55/50 años, según sean masculinos o femeninos, o si son mayores a esta edad, cuentan con saldos en sus cuentas individuales de capitalización mayores a los \$20.000.

Hechas estas aclaraciones, se presenta el cuadro con las diferentes innovaciones que afectarían tanto los ingresos como los egresos de la seguridad social y que podrían impactar sobre su financiamiento. De esta manera, el cuadro comienza mostrándose en 2007 la combinación de los efectos stock y flujo de las distintas medidas. Para los años posteriores se muestran los niveles de recaudación y gasto en cada uno de los ítems, salvo en los correspondientes a la recaudación derivada de ajustes en los salarios de la economía así como en los ajustes de las erogaciones de jubilación donde en el cuadro se presentan los niveles de incremento interanual.

### Factores que afectan los Ingresos

Entre los factores que afectarán los ingresos del sistema en el 2007 pueden señalarse los provenientes de las 600.000 cuentas especiales que fueron afectadas por la actual legislación y que determinaron que los fondos acumulados por aquellos empleados públicos con regímenes especiales de retiro fueran destinados compulsivamente al sistema público de reparto<sup>2</sup>. Este cambio generó en 2007 un aumento stock en los ingresos por el traspaso de los fondos acumulados y un efecto flujo por los aportes de estos afiliados en los meses que restan hasta culminar 2007 y que continuará verificándose en los años por venir.

<sup>1</sup> Integrando del Servicio de Estudios Económicos del BBVA Banco Francés. Economista de pensiones perteneciente a la Unidad de Análisis de Sistemas Previsionales del Grupo BBVA.

<sup>2</sup> El personal involucrado es aquel que desempeña actividades en la Cancillería, funcionarios del Poder Judicial, docentes de nivel escolar incluidos en la Ley 24.016, investigadores, docentes y otros incluidos en la Ley 22.929.

## Moratoria, reforma y otros efectos estimados sobre las cuentas públicas de la Seguridad Social

Millones de \$ Corrientes	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Factores que incrementan el ingreso</b>						
Incorporación de las cuentas especiales a la ANSES	3.700	718	811	917	1.017	1.109
Indecisos que son incorporados al régimen público de jubilación	949	1.015	851	871	934	739
Ingresos provenientes de aportantes que acumularon menos de \$20000 en su cuenta de capitalización	4.900	1.250	1.272	1.293	1.292	1.267
Recaudación por efecto de la moratoria	4.861	4.746	4.625	4.497	4.363	
Recaudación por ajuste de salarios (Inflación + Productividad Proyectada)	4.217	4.687	5.445	5.781	5.834	5.752
<b>Total Ingresos extraordinarios</b>	<b>18.627</b>	<b>12.417</b>	<b>13.004</b>	<b>13.360</b>	<b>13.440</b>	<b>8.867</b>
<b>Factores que afectan los egresos</b>						
Moratoria previsional	10.308	10.824	10.547	10.256	9.950	9.619
Aumento de Jubilación (inflación + productividad = sendero de salarios)	2.859	5.049	5.705	6.447	6.164	5.598
Incremento de la prestación adicional por permanencia por Ley 26.222 (de 0.85% a 1.5%)	0,2					
Incremento neto de erogaciones por variación en el número de jubilados		-352	-240	-274	-312	-581
<b>Total Egresos extraordinarios</b>	<b>13.168</b>	<b>15.521</b>	<b>16.012</b>	<b>16.429</b>	<b>15.802</b>	<b>14.636</b>
<b>Resultado Neto</b>	<b>5.459</b>	<b>-3.104</b>	<b>-3.008</b>	<b>-3.069</b>	<b>-2.361</b>	<b>-5.769</b>
<b>Resultado en % PBI</b>	<b>0,7%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-0,3%</b>

Fuente: BBVA Banco Francés en base a estimaciones propias

Un segundo factor que afectará los ingresos de la ANSES surge del nuevo destino de los empleados que se incorporen al mercado laboral formal (es decir en blanco), pero que no realicen una opción explícita por uno u otro sistema dentro de 90 días de realizado su registración de empleo. Anteriormente los “indecisos” eran destinados al sistema de capitalización individual y, por lo dictado en la Ley 26.222, desde el 12 de abril pasado son destinados al régimen público de reparto. De esta manera, se engrosan los montos que ingresarán al sistema público y se propiciará un mayor nivel de ingresos. En este aspecto, no solo es importante la creación de empleo sino también la reducción del mercado laboral informal sobre el cual se han conseguido últimamente avances significativos, pero que se muestran aún insuficientes dada la cantidad de personas que aún permanecen trabajando al margen del sistema legal.

El tercer factor que afecta en forma directa los ingresos surge de aquellos individuos que se encontraban afiliados al régimen de capitalización individual y que han acumulado un saldo inferior a los 250 MOPREs (\$20.000) al cumplir la edad de 50 años en los casos de las personas de sexo femenino y 55 en los masculinos al 12 de julio pasado. Esta población fue traspasada al sistema público de reparto (salvo quienes enunciaron su voluntad expresa de permanecer en el sistema de capitalización) según lo establecido en la nueva legislación. El traspaso por este factor superó el millón de individuos, implicando en 2007 un ingreso en torno a los \$4.600 millones producto del stock acumulado por estos en sus cuentas individuales y que pasaron en especies a la administración pública. El resto de los ingresos estimados para 2007 así como para los años por venir surge de la estimación de los aportes sobre los ingresos de esta población a futuro.

Un cuarto factor surge de la estimación de los ingresos provenientes de las moratorias previsionales impulsadas por las leyes 25.994<sup>3</sup>, 24.476 y 25.865 y el decreto 1454/06<sup>4</sup> que, en pos de mejorar indicadores sociales, como el nivel de cobertura de la población (y con ella permitir la inclusión social), la reducción de la población bajo la línea de indigencia y pobreza, sostener niveles de expansión del producto en niveles elevados por el efecto directo sobre el consumo corriente y la mayor cobertura de salud para la población involucrada, han sido impulsadas desde el sector público.

Estas leyes implican la constitución de planes de pagos que permitan la regularización de la deuda de quienes se encuentran amparados por estas leyes y las características fundamentales son que estos planes constan de 60 cuotas iguales y consecutivas que permitan cancelar el monto adeudado (en promedio la deuda alcanza los \$ 14.500 para la población que ha ingresado en el plan de pagos y tuvo la posibilidad de jubilarse a partir de realizar el pago de la primer cuota). Esto implica que en los próximos años generarán un efecto ingreso relevante en las cuentas previsionales, el cual se verá eliminado, en su mayor parte, hacia comienzos de 2012 conforme la información disponible.

El quinto y último factor que afectará los ingresos será la recaudación que surja como consecuencia del crecimiento de los salarios en los próximos años. Para ello se supuso un sendero de crecimiento que permita el ajuste de la masa salarial a un ritmo que refleje la inflación y el incremento de la productividad por empleado. De esta manera, el aumento de los salarios de la economía como un todo incrementará los ingresos previsionales de la ANSES tanto por las contribuciones patronales correspondientes a todos los trabajadores registrados así como por los aportes personales de los afiliados al subsistema de reparto. El peso de este factor se mantiene en niveles relativamente estables dada la menor creación de empleo esperada para los años próximos respecto de la verificada en los años recientes. Este factor podrá verse incrementado en el futuro producto de la transferencia de aportantes desde el sistema de capitalización individual al sistema de reparto el cual aún no ha sido mensurado.

<sup>3</sup> Conocida como la Ley de jubilación anticipada destinada a la población desempleada que le reste menos de 5 años para alcanzar la edad mínima para la jubilación y cuente con los 30 años de aporte necesarios.

<sup>4</sup> Conocidos como las leyes de moratoria previsional que están destinadas a la regularización de aportes adeudados por trabajadores autónomos acumulados hasta septiembre de 1993. Para adherirse a esta norma existen dos posibilidades. La primera destinada a personas con edades mayores a 60 años en mujeres y más de 65 en hombres y que una vez adherido al régimen comienza a cobrar una prestación. Por otra parte también alcanza a personas que sin tener la edad para la jubilación, saben que al momento de jubilarse no alcanzarán la cantidad de años con aportes necesarios y por esta razón adhieren a este sistema para alcanzar los 30 años de aportes necesarios para lograr la jubilación plena. En la actualidad la posibilidad de adherir a la primer alternativa ha expirado mientras que la segunda continúa vigente.

De esta manera, puede verificarse que dada la alta influencia de los efectos stock en el 2007, los factores que afectan el ingreso alcanzan un nivel 45% superior al flujo de ingresos esperados para el período 2008-2012. En 2012 puede apreciarse la fuerte reducción en el financiamiento propio del sistema de seguridad social público al finalizar las cuotas de la moratoria, hecho que podría ser compensado en ese momento por el nuevo período de ventana que permita optar nuevamente entre los sistemas a los cuales deseen aportar los actuales afiliados al Sistema Integrado de Seguridad Social.

### Factores que afectan los Egresos

Por otra parte, al observarse los factores que afectan los egresos del sistema, surge como primer factor en la explicación del crecimiento en las erogaciones, la consecuencia de las antes mencionadas moratorias previsionales. El monto anual que las mismas implican supera (en promedio), para el período analizado, los \$ 10.000 millones anuales producto de más de 1.400.000 personas que ingresaron en el régimen de facilidades.<sup>5</sup>

A su vez, se computan como factores que afectarán la tasa de crecimiento de los egresos los futuros aumentos de las jubilaciones que deberían verificarse para cumplir así las diferentes sentencias de la Corte en tal sentido. Así se parte de la estimación para 2007 de los efectos del crecimiento de los haberes verificados a comienzo de año y se adiciona un nuevo crecimiento de los haberes para el segundo semestre, lo cual posiciona el crecimiento de los pagos de prestaciones en \$2.800 millones para el año. Para el resto de los años se supone un incremento en las prestaciones en línea con el comportamiento de los salarios reflejando una cierta movilidad de las prestaciones.

El tercer factor a dimensionar como consecuencia de los cambios introducidos con la Ley que modificó la anterior Ley 24.241 es el referido al incremento en el cálculo de la Prestación Adicional por Permanencia que pasó de computarse como el 0,85% al 1,5% por año aportado al régimen de reparto y calculado sobre el nivel salarial sujeto a aportes promedio de los últimos 10 años. La consecuencia inmediata que esta modificación generó no ha sido significativa ya que solo implicó incrementar las prestaciones de 248.000 pasivos ya que el resto de las 563.182 personas que se han jubilado desde 1994 se han beneficiado con subas superiores al cambio en el cómputo de la PAP derivadas del incremento en la jubilación mínima, hoy en \$ 530 mensuales.

El último factor que afectará los egresos del sistema serán los incrementos/reducciones en las cantidades de prestaciones otorgadas por el Estado. Entre los incrementos deberán contemplarse las nuevas jubilaciones que deberá afrontar el sector público producto de nuevos jubilados, así como los componentes públicos (Prestación Básica Universal y Prestación Complementaria) de los individuos que mantienen sus aportes al subsistema privado de jubilaciones. Entre los factores que se computan como bajas, se encuentran los decesos que puedan ocurrir en la población actualmente atendida, contemplándose asimismo los derechos de pensión. Resulta importante resaltar aquí que parte significativa de la población que ingresó en los sistemas de moratorias se encontraba al momento de tramitar su propia jubilación, recibiendo una pensión, lo cual generará que en caso de producirse bajas de estas personas, los gastos derivados se verán reducidos por las dos causas, la baja en la jubilación concomitante con la baja en la pensión. De esta manera, este factor afecta a los egresos reduciéndolos en su monto total.

### Conclusiones

A modo de conclusión, puede apreciarse que a partir del análisis realizado (como se dijo, parcial debido a que no se ha dimensionado el efecto de los cambios voluntarios entre los subsistemas de reparto y capitalización que pudieran producirse hasta diciembre próximo) se destaca que durante el primer año de la reforma se encuentran beneficios en los montos recaudados por la ANSES, y que si bien en los próximos años los fondos serían insuficientes para poder afrontar por sí mismos los compromisos asumidos, los faltantes pueden ser cubiertos con la recaudación impositiva con destino al financiamiento del sistema de seguridad social nacional.

<sup>5</sup> En términos operativos el egreso neto de fondos es menor ya que surge de la diferencia entre los pagos efectuados por la ANSES y la retención del pago comprometido por el nuevo jubilado. Es decir, si el monto de la cuota alcanza los \$ 130 y la jubilación mínima es de \$ 530, la salida de fondos neta es de \$400 pero al momento de registrarse en las cuentas públicas, se asienta la salida por el total de los fondos (\$530) y el ingreso por los \$130 como consecuencia del cobro de la cuota correspondiente.

## 4. Entorno Monetario

### La política monetaria del 1er semestre se basó en aumento de colocación de Lebac y Nobac y suba de pases para absorber el excedente monetario

Durante la primera mitad del año 2007 ha sido inédito el flujo de dólares del sector externo a monetizar. La intervención cambiaria del Banco Central tocó los U\$S 9.100 millones representando un 45% de aumento en el primer semestre con respecto a igual período del año anterior. La absorción monetaria también fue importante ya que el Banco Central neutralizó aproximadamente el 75% de estas divisas, frente a un ratio del 54% en el primer semestre del año pasado.

La política monetaria se basó principalmente en la colocación de instrumentos de deuda en el mercado (Lebac y Nobac) para absorber el excedente monetario y en la suba de la tasa de pases pasivos. Detrás de la suba de la tasa de pases estuvo la estrategia de incentivar al sistema financiero a colocar mayor cantidad de fondos a corto plazo lo cual significa menor costo para Banco Central que el que resultaría de seguir presionando con la colocación de Letras. Además, la absorción mediante pases pasivos tiene la ventaja de ser una operación de mercado voluntaria y no compulsiva como la alternativa de subir los encajes. En números, esta política significó un aumento en punta de casi el 50% en el stock de Lebac y Nobac y un alza de 150 puntos básicos en la tasa de pases pasivos a 7 días.

Con respecto al Programa Monetario, la meta del segundo trimestre se cumplió muy cerca de la banda superior del programa.

### Posibles causas de la aceleración de los agregados monetarios durante el 2007

A pesar de la política de absorción, en el curso de este año se ha observado una aceleración en las tasas de crecimiento de los agregados monetarios, tanto privados como totales, en relación a fin del año 2006, como se observa en el gráfico. El aumento más evidente es del M2 privado que refleja la evolución de los medios de pago del público compuesto por los billetes y monedas más los depósitos en cuentas a la vista y ahorro en pesos del sector privado.

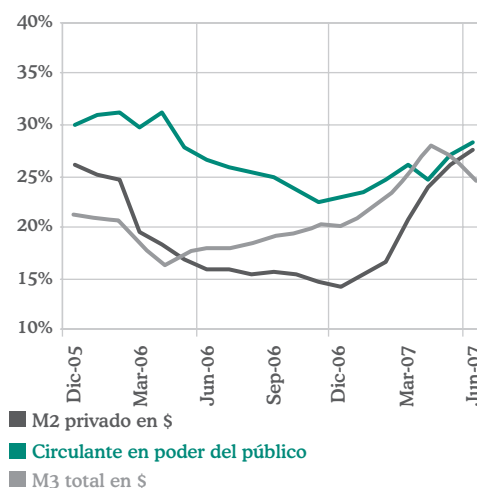
Las causas de este aumento pueden provenir de dos factores principales, un aumento en el multiplicador monetario o un exceso de emisión de base monetaria.

Con respecto al primero, la relación M3 / BM no ha subido en el curso de este año. Se observa que las subas sucesivas de las exigencias de efectivo mínimo que el Banco Central dispuso en 2 oportunidades durante el año 2006, ha impactado bajando el multiplicador monetario. Al contrario, la evolución de la base monetaria ha sido creciente, con una tasa de crecimiento interanual del 33% a junio último.

La tendencia opuesta de ambos indicadores conduce a la conclusión que la suba de exigencias de efectivo mínimo del año anterior no fue suficiente para compensar el aumento en la emisión primaria de dinero. Esto puede tener consecuencias negativas en la medida que se podría estar generando o ampliando un desequilibrio monetario, tal como se analiza en el recuadro "Seguimiento del equilibrio monetario" de esta edición.

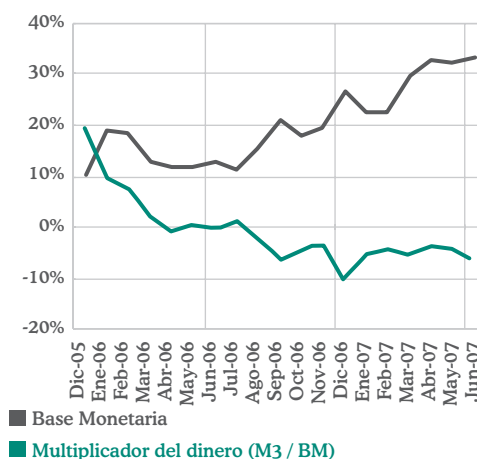
En línea con el razonamiento anterior, las alternativas de política a mediano plazo para contener los agregados monetarios serían o bajar el multiplicador del dinero mediante nuevas alzas de las exigencias de efectivo mínimo o mitigar la expansión de base monetaria (o una combinación de ambas). Para alcanzar este último objetivo puede haber distintas vías, si el escenario de exceso de oferta de dólares del sector externo continúa y el Banco Central no desea convalidar la presión a la baja del tipo de cambio, se debería fortalecer la solvencia fiscal para que el gobierno compre parte del exceso de dólares provenientes del sector privado, por ejemplo, constituyendo un fondo indisponible con los mayores ingresos que genera este año la reforma provisional. Un cambio hacia un escenario con mayor riesgo como el de fin del mes de julio, contribuiría a frenar el exceso de dólares y con la ello la presión que estuvo enfrentando el Banco Central en el primer semestre de este año. Sin embargo, cualquier ajuste dentro de este ambiente más volátil llevaría a una suba en el nivel de las tasas de interés.

### Variación interanual



Fuente: BBVA con información del BCRA

### Variación interanual



Fuente: BBVA con información del BCRA

## Crecimiento depósitos del sector privado en \$

\$ miles de mill.	Enero - Junio	
	2006	2007
Mayoristas 1/ Cta Cte y Ah. Plazo fijo	1,9 0,2 1,7	5,1 3,4 1,7
Minoristas 2/ Cta Cte y Ah. Plazo fijo	5,7 3,0 2,8	7,7 4,0 3,7

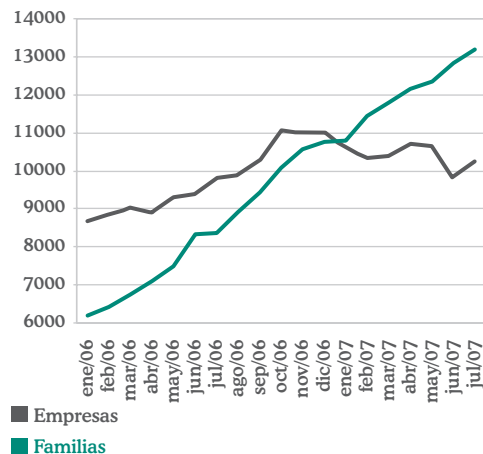
<sup>1/</sup> Mayorista: depósitos > \$ 1 millón.  
<sup>2/</sup> Minorista: depósitos < \$ 1 millón.  
 Fuente: BBVA con información del BCRA

## Tasas de interés

promedios mensuales en %	Pases Pasivos 7 días	Badlar bancos privados	Lebac 1 año	Minorista bancos privados
Dic-06	5,75	9,2	12,1	7,2
Mar-07	6,00	9,4	11,4	7,2
Jun-07	6,49	9,3	11,0	7,2
última 25-Jul-07	7,75	9,7	10,3	7,3

Fuente: BBVA con información del BCRA

## Flujo anual de préstamos al sector privado en pesos más dólares (cifras en millones de pesos)



## La mayor preferencia por depósitos a la vista del sector privado complicó al Banco Central para el logro de la meta monetaria

Los depósitos del sector privado, que son el principal componente de los agregados monetarios anteriores, están creciendo a tasas del 25% anual pero mostraron un ligero cambio en su composición. Se observa una ligera caída en la participación relativa de los plazos fijos y como contrapartida, los depósitos a la vista (cuentas corrientes y ahorro) ampliaron su participación. Este efecto complicó al Banco Central para el logro de las metas monetarias que se basan en el agregado M2. Mirando con más detalle, el cambio de composición se produjo en los depósitos del sector mayorista y pudo haber estado alentada por la brusca baja de la tasa Badlar que se mantuvo prácticamente durante todo el primer semestre, mientras que paralelamente la tasa minorista se mantuvo en un nivel constante.

Los depósitos totales en pesos crecieron en los últimos 12 meses un 21%, influenciados por los depósitos del sector público que han tenido una dinámica mucho más moderada en el curso del año.

## Tasas de interés: a fin de julio la tasa Badlar comenzó a retornar a niveles más equilibrados por la menor liquidez del mercado

La estacionalidad a la baja que muestra generalmente la tasa Badlar de bancos privados en el primer trimestre, este año se extendió durante toda la primera mitad ya que se materializó un exceso de liquidez en el mercado originada en la oferta de divisas. Este factor no influyó en los hechos en la tasa minorista que se mantuvo prácticamente estable durante el período. La turbulencia de los mercados iniciada a fin de julio modificó este escenario por aumento en la demanda de divisas y las tasas comenzaron a subir. Al cierre de este informe la tasa Badlar privada había alcanzado al 9% subiendo entre 80 y 90 BP desde fin del mes anterior. Si bien nuestro escenario de este año era de suba gradual, los últimos acontecimientos precipitaron una suba, pero seguramente de aquí en más las tasas de interés se ubicarán en un nivel superior al que vimos en el primer semestre.

## Préstamos al sector privado: el segmento familias continúa más dinámico

En el gráfico se observa el flujo anual de préstamos al sector privado, es decir, cuánto se incrementó el stock de préstamos al sector privado en los últimos 12 meses abierto por familias y empresas. Mientras el segmento familias (aquí consideramos los préstamos hipotecarios, personales, prendarios y tarjetas de crédito) otorgó préstamos en forma creciente desde todo el año pasado alcanzando a \$13000 millones, el segmento empresas se estabilizó en los \$ 10000/11000 millones anuales siendo el 35% de estos préstamos en moneda extranjera.

Parte de esta desaceleración puede estar explicada por el mayor financiamiento vía mercado de capitales que están obteniendo las empresas. Según información y de la CNV (Comisión Nacional de Valores) y del IAMC (Instituto Argentino del Mercado de Capitales) ha sido muy importante el aumento de las colocaciones genuinas en el mercado primario de deuda vía obligaciones negociables principalmente, además de fideicomisos financieros, emisión de acciones y cheques de pago diferido. Durante el primer semestre del año dicho financiamiento habría ascendido a los U\$S 3800 millones. Los principales tomadores de este crédito fueron las grandes empresas, los datos sugieren que estas empresas estarían fondeándose a mediano y largo plazo a través del mercado de capitales y menos a través del sistema financiero. Las Pyme en particular son menos representativas, pero estarían incrementando su financiamiento mediante el descuento de cheques de pago diferido y en menor medida, por la emisión de deuda.

## Reservas internacionales y cobertura de agregados monetarios

Por la política de acumulación de reservas internacionales que sostiene el Banco Central, este año el stock alcanzó a mediados de julio a U\$S 43.800 millones, un aumento de U\$S 12.000 millones este año. Cabe aclarar que un 10% de estas reservas correspondían al sistema financiero (por el respaldo de efectivo mínimo de los depósitos en moneda extranjera) y al Tesoro que mantiene una cuenta en el Banco Central.

Si bien la acumulación de reservas se ha hecho en gran parte al considerable costo de colocar deuda, los niveles de cobertura de los agregados monetarios en pesos muestran fortaleza. Tomando el último tipo de cambio, el stock total de reservas cubre el 80% del M3 privado en pesos (circulante en poder del público + depósitos totales en pesos del sector privado). Ampliando el anterior indicador con las Lebac y Nobac en poder de FCI y otros inversores excluidos bancos y AFJP, el grado de cobertura alcanza al 70%. Cabe señalar que aproximadamente un 30% del stock total de Lebac y Nobac se encuentra en manos de tenedores que no son bancos ni AFJP. Por otro lado, el modelo de tipo de cambio con flotación controlada y la baja dolarización de los depósitos del sistema financiero permite más flexibilidad en el manejo de estos indicadores que durante la década pasada.

## Reservas internacionales y cobertura de agregados monetarios

datos al 20 de julio 2007

	mill. U\$S	mill. \$
Reservas internacionales del BCRA	44.181	137.323
del Gobierno	40.011	124.361
del sistema financiero 1/	2.012	6.255
	2.158	6.707
Tipo de cambio nominal	3,11	
Agregados monetarios	mill. \$	Cobertura con reservas 2/
Circulante en poder del público	59.588	2,3
M2 privado	87.627	1,6
M3 privado	183.422	0,7
Lebac/Nobac en FCI y otros inversores	19.656	7,0
M3 privado + Lebac en cartera de FCI y otros inversores	203.078	0,7

1/ Exigencias de efectivo mínimo de depósitos en dólares.

2/ Reservas internacionales totales dividido el agregado correspondiente.

Fuente: BBVA con información del BCRA

## Seguimiento del equilibrio monetario

En la práctica no es fácil dar seguimiento al concepto de equilibrio monetario, definido como la igualdad entre oferta y demanda de dinero que garantiza la estabilidad de precios. La principal dificultad es la inestabilidad de la demanda de dinero. También se presenta la paradoja de que el aumento de la inflación eleva la demanda nominal de dinero conduciendo a un equilibrio monetario “no virtuoso”.

En la tabla siguiente aproximamos el seguimiento del equilibrio monetario considerando la oferta monetaria y aproximando la demanda de dinero a través de dos definiciones de PBI, proxy del nivel de ingreso.

La oferta de dinero se mide por el agregado monetario M2 del sector privado (circulante en poder del público más depósitos en cuenta corriente y cajas de ahorro en pesos del sector privado), ya que este agregado aproxima el dinero transaccional vinculado con el nivel de gasto privado. Al respecto, el BCRA mide su programa monetario mediante el M2 total que incluye los depósitos oficiales en cuenta corriente y caja de ahorro, de modo que a corto plazo pueden presentarse diferencias si la relación depósitos a plazo fijos oficiales/depósitos totales oficiales no es constante.

### Seguimiento del equilibrio monetario

	IV T 04	IV T 05	IV T 06	II T 07	Largo plazo
	variaciones interanuales				
a) Variación M2 en \$ privado nominal	27,3%	27,3%	14,8%	25,8%	7,0%
b) Variación PIB nominal	18,1%	21,8%	22,4%	20,5%	7,0%
b1) PIB real	9,3%	9,0%	8,6%	7,9%	4,0%
b2) Deflactor PIB	8,8%	12,8%	13,8%	12,6%	3,0%
<b>Exceso monetario</b>					
c=a-b con respecto al PIB nominal	9,2%	5,4%	-7,7%	5,3%	0,0%
c1=a-b1 con respecto al PIB real	18,0%	18,2%	6,2%	17,9%	

Fuente: BBVA con información del BCRA

En la tabla anterior comparamos en primer término el crecimiento interanual de la oferta monetaria con el crecimiento del PIB nominal (fila **c**). Esto supone que la elasticidad de la demanda nominal de dinero con relación al ingreso nominal es unitaria, lo cual podría ser válido en equilibrio de largo plazo, pero a corto plazo puede darse un mayor aumento de la demanda de dinero por una remonetización originada en menor demanda de dólares. Conforme a este indicador **c**, el en 2004/05 existía un exceso de oferta de dinero que se revierte en el 2006 (el indicador resulta con signo negativo). Pero nuevamente en el primer semestre de este año el exceso monetario vuelve a los niveles anteriores al 2006.

La utilización del PIB nominal como una aproximación al nivel deseado de demanda de dinero puede introducir un sesgo, ya que el deflactor del PIB puede estar subiendo (como sucede desde el año 2004). Esto podría llevar a la contradicción de que el indicador **c** muestre equilibrio monetario simplemente porque está aumentando la tasa de inflación que “limpia” el mercado monetario.

Para evitar el sesgo anterior, el indicador **c1** utiliza al PIB real como aproximación del aumento en la demanda real de dinero, de modo que el exceso monetario (definido como variación nominal de dinero menos aumento en la demanda real de dinero) refleja la presión monetaria sobre la tasa de inflación de largo plazo. Ahora **c1** muestra que en nuestro período muestral siempre existió presión inflacionaria, aunque tuvo una desaceleración importante en el 2006, para volver a subir en el 1° semestre de este año.

Por último, la columna de largo plazo aproxima la política monetaria consistente con una inflación similar a la internacional. A ese fin la oferta nominal de dinero tendría que crecer un 7% anual, acompañando un crecimiento del PIB real del 4% (aumento sostenible de largo plazo) y una inflación internacional del 3% anual. La amplia brecha entre el crecimiento actual de la oferta monetaria (25,8% interanual) y el aumento de equilibrio de largo plazo (7%) indica que se necesitarían varios años de ajuste gradual de la política económica, incluyendo la monetaria, para que Argentina pueda efectivizar una inflación similar a la internacional.

**Ernesto Gaba**

egaba@bancofrances.com.ar

## Argentina

Indicadores Económicos Básicos	2005	2006	2007(e)	2008(e)
<b>Actividad</b>				
PBI Nominal (\$, miles de millones)	531,9	654,4	784,5	942,5
PBI Nominal (USD miles de millones)	181,0	211,6	250,0	291,2
PBI Real (Variación %)	9,2	8,5	7,5	6,3
Tasa de desempleo (promedio anual)	11,6	10,2	8,8	7,6
<b>Precios</b>				
PBI Deflactor (Var. % prom. )	8,8	13,5	11,5	13,0
IPC (Var. %, fin de año)	12,3	9,8	9,0	11,0
<b>Sector Externo</b>				
Exportaciones (USD miles de millones)	40,4	46,5	52,8	57,7
Importaciones (USD miles de millones)	28,7	34,2	42,2	49,5
Balance Comercial (USD miles de millones)	11,7	12,3	10,6	8,1
Saldo Cuenta Corriente (USD miles de millones)	5,7	8,0	6,6	4,8
Tipo cambio nominal libre (\$/USD, fin período)	3,0	3,1	3,2	3,3
Tipo cambio nominal de referencia (\$/USD, fin período)	3,0	3,1	3,2	3,3
Tipo cambio Real Bilateral (\$/USD, fin de período) <sup>1a/</sup>	1,9	1,8	1,8	1,7
Tipo de Cambio Real Multilateral, (\$/USD, fin de período) <sup>1b/</sup>	2,3	2,3	2,3	1,9
Deuda externa privada (USD miles de millones) <sup>6/</sup>	48,4	48,5	50,5	n.d.
<b>Sector Financiero</b>				
Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) <sup>2/</sup>	98,5	120,7	149,9	180,1
Depósitos sector privado Var. anual %	21,4	22,5	24,1	20,1
Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) <sup>2/</sup>	52,6	74,3	97,9	126,5
Préstamos al Sector privado Var. anual %	36,0	41,3	31,8	29,2
Tasa de interés Bcos Privados Dep 30-44 días (fin año)	6,4	8,9	8,9	9,9
Reservas internacionales del BCRA (USD miles de millones) <sup>3/</sup>	28,1	32,0	45,5	53,5
<b>Sector Público</b>				
Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) <sup>4/</sup>	19,7	23,2	26,3	28,3
Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) <sup>4/</sup>	9,4	11,6	11,1	11,1
Deuda pública total (USD miles de millones) <sup>5/</sup>	128,6	136,7	136,3	n.d.
Deuda pública moneda extranjera (USD miles de millones) <sup>5/</sup>	66,5	71,2	72,0	n.d.
Deuda pública externa (USD miles de millones) <sup>6/</sup>	65,4	60,1	61,7	n.d.

Indicadores de Riesgo (%)	2005	2006	2007(e)	2008(e)
Cuenta Corriente/PBI	3,1	3,8	2,6	1,6
Balanza Comercial/PIB	6,4	5,8	4,2	2,8
Exportaciones/PIB	22,3	22,0	21,0	19,5
Importaciones/PIB	15,8	16,1	16,8	16,8
Resultado fiscal primario/PBI	3,7	3,5	3,4	3,0
Deuda pública/PBI	71,1	64,6	n.d.	n.d.
Deuda pública externa/PBI	33,6	26,6	n.d.	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 31/3/2007 (excluye holdouts). Sec. Financiamiento

<sup>6/</sup> Según Estim. Balance de Pagos, fin del período, al 31/3/07. Fuente: Sec.de Política Económica.

Aumento (disminución) implica depreciación (apreciación)



## Contexto Internacional

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

	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
EE.UU.	5,25	5,25	5,25	5,25				
UEM (\$/€)	3,50	4,00	4,25	4,25	1,32	1,34	1,33	1,32
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	1,00	2,25	117	117	112	109
China (cny/\$)	6,12	6,39	6,66	6,93	7,81	7,55	7,30	6,80

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9,2	8,5	7,5	6,3	12,3	9,8	9,0	11,0
Brasil	2,9	3,7	4,0	3,5	5,7	3,1	3,5	3,8
Chile	5,7	4,0	5,7	5,3	3,7	2,6	3,6	2,9
Colombia	5,2	6,8	5,9	4,8	4,7	4,5	5,1	3,8
México	3,0	4,8	3,2	3,9	3,3	4,1	3,7	3,5
Perú	6,4	8,0	7,2	6,3	1,5	1,1	2,2	2,0
Venezuela	10,3	10,3	6,7	4,6	14,4	17,0	16,7	23,2
LATAM <sup>1</sup>	4,6	5,4	4,8	4,4	6,0	5,1	5,2	5,3
LATAM Ex-México	5,2	5,7	5,4	4,5	6,9	5,5	5,7	6,0

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina <sup>2</sup>	1,8	1,8	1,4	1,2	3,1	3,8	2,6	1,6
Brasil	-3,1	-3,0	-3,6	-3,0	1,8	1,6	1,1	0,9
Chile <sup>2</sup>	4,8	7,8	7,0	6,5	0,6	3,6	1,6	0,8
Colombia	0,0	-0,8	-0,9	-1,7	-1,5	-2,1	-3,2	-3,1
México	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,6	-0,3	-1,8	-2,2
Perú	-0,3	1,9	0,2	-0,3	1,4	2,3	0,8	-0,5
Venezuela <sup>2</sup>	1,7	1,1	-1,2	-3,0	17,7	15,0	9,1	7,5
LATAM <sup>1</sup>	-0,7	-0,5	-1,1	-1,1	1,9	2,3	0,7	0,2
LATAM Ex-México	-1,0	-0,8	-1,6	-1,6	3,3	3,5	1,9	1,3

<sup>1</sup> Media de los 7 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
Argentina	3,01	3,06	3,18	3,26	6,4	8,9	8,9	9,9
Brasil	2,28	2,15	2,00	2,10	18,00	13,25	10,75	10,00
Chile	514	530	525	528	5,25	5,25	5,50	5,50
Colombia	2.279	2.240	2.062	2.168	6,3	6,8	9,3	9,0
México	10,63	10,81	11,00	11,22	8,7	7,3	7,1	6,8
Perú	3,42	3,20	3,20	3,28	3,25	4,50	5,00	5,00
Venezuela	2.150	2.150	2.150	2.900	10,9	10,1	10,4	10,5

**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

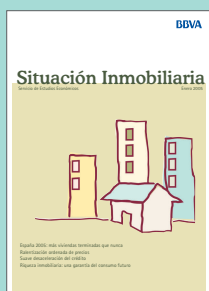
Latam y Mercados Emergentes: Giovanni Di Placido  
 Argentina: Ernesto Gaba  
 Chile: Miguel Cardoso  
 Colombia: Juana Tellez  
 Perú: Hugo Perea  
 Venezuela: Alejandro Puente  
 China: Ya-Lan Liu

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

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

**otras publicaciones**



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