

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 1 / Nro. 4 - Cuarto trimestre 2005



Ajuste de Tipo de Cambio Real y dilemas de la Política Monetaria.

Perspectivas próxima campaña agrícola.

Escasa vulnerabilidad a la salida de Capitales.

# Indice

Fecha de edición 26 de Septiembre de 2005

<b>1 Editorial</b>	4
<b>2 Entorno Internacional</b>	5
<b>3 Entorno Macroeconómico</b>	7
Actividad.	7
Inflación.	10
Recuadro: Precios relativos.	15
Artículo: Tipo de Cambio Real.	16
Recuadro: Perspectivas Agrícolas.	22
<b>4 Entorno Financiero</b>	26
Recuadro: Movimiento de Capitales.	29
<b>5 Tablas de indicadores y proyecciones de Argentina</b>	32
<b>6 Contexto internacional y Cuadros de América Latina</b>	33

## Han elaborado esta publicación:

Ernesto Gaba

Economista Jefe y Director de la presente publicación.

Rodrigo Falbo

[rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar](mailto:rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar)

María Celeste González

[celeste.gonzalez@bancofrances.com.ar](mailto:celeste.gonzalez@bancofrances.com.ar)

Adriana Haring

[aharing@bancofrances.com.ar](mailto:aharing@bancofrances.com.ar)

Jorge Lamela

[jorge.lamela@bancofrances.com.ar](mailto:jorge.lamela@bancofrances.com.ar)

Regina Martínez Riekes

[regina.martinez@bancofrances.com.ar](mailto:regina.martinez@bancofrances.com.ar)

Gloria Sorensen

[gsorensen@bancofrances.com.ar](mailto:gsorensen@bancofrances.com.ar)

Andrea Suárez

[asuarez@bancofrances.com.ar](mailto:asuarez@bancofrances.com.ar)

## 1. Editorial

### En un entorno benigno, la economía seguirá creciendo.

A nivel global, las economías seguirían creciendo el año próximo a ritmos notables, aunque menores que en 2005, mientras que la política monetaria se ajustaría al alza, especialmente en EEUU, y el dólar consolidaría niveles con el euro. Incluso en este escenario, es posible que las tasas de interés de largo plazo no tengan un importante recorrido alcista debido al proceso de globalización financiera. Aparte de la previsible caída del precio del petróleo, los precios de los commodities probablemente se sostendrán cerca de sus niveles actuales manteniendo el favorable entorno internacional del corriente año.

Nuevamente, en el primer semestre del 2005 el crecimiento económico de Argentina sorprendió al alza. La economía lleva 12 trimestres de expansión ininterrumpida que concluirían con un aumento del PIB de 8% este año. Para el año próximo esperamos un crecimiento del PIB del 5,5% lo cual implica (dejando de lado el arrastre estadístico) una desaceleración del crecimiento de 1,3 puntos porcentuales anuales. Seguirían sin poner un coto efectivo al crecimiento las restricciones de capacidad instalada de la industria y las energéticas. Aún en ausencia de un invierno benigno como los dos anteriores, las escaseces podrían ser solventadas por menores exportaciones netas de combustibles dado el abundante superávit comercial. Sin embargo, estas restricciones siguen siendo el principal escollo para un crecimiento sostenido a largo plazo. Por el lado de la demanda en 2006, esperamos menor dinamismo en las exportaciones por el fracaso de la cosecha de trigo y en el consumo por un menor aumento de la masa salarial. Cada punto de crecimiento del PIB redundará ahora en un incremento del empleo inferior a 0,5% mientras que difícilmente se repita el intenso proceso de renovación de convenios y recomposición salarial del último año.

### El ajuste del tipo de cambio real y los dilemas de la política monetaria.

Varios modelos econométricos e incluso las expectativas de mercado apoyan una caída del tipo de cambio real. Sin embargo, la política cambiaria no permite un ajuste del tipo de cambio nominal de modo que Argentina seguiría teniendo una inflación más alta que la internacional. Durante 2005, una política monetaria acomodaticia y una política fiscal menos restrictiva contribuyeron a mantener la inflación subyacente por encima del 1% mensual. Este continuará siendo el principal problema macroeconómico del gobierno el año próximo ya que aún no se percibe una ancla nominal que permita reducir la tasa de inflación a un dígito en 2006.

Recientemente, el Banco Central ha explicitado su objetivo de compra de reservas que le permite sostener el tipo de cambio nominal. En lo que va del año acumula ya una intervención cambiaria de US\$ 7.500 millones, un 50% superior a la del año anterior, que ha ido esterilizando a través de la colocación de Lebac y Nobac. La acumulación de reservas plantea un dilema de política monetaria ya que surgen incompatibilidades con otros objetivos del BCRA referidos a Base Monetaria e inflación. Con la ayuda de arreglos contables, es probable que se pueda mantener a la base monetaria por debajo de la banda superior del programa monetario, pero resulta claro que el objetivo de inflación de 5%-8% para 2005 será superado. Más aún, el cumplimiento de la meta cuantitativa de base monetaria no implica que la política monetaria tenga un sesgo restrictivo ya que los agregados monetarios más amplios continúan creciendo a tasas interanuales del 25%, mientras que las tasas de interés reales siguen en terreno negativo.

Para el año próximo, el Banco Central probablemente no establezca una meta monetaria cuantitativa sino sólo un objetivo de inflación similar al 8,8% presentado por el Ministerio de Economía en el Presupuesto 2006. De todos modos, tendrá que continuar absorbiendo los pesos creados por la monetización del excedente cambiario que estimamos similar al del corriente año. La tarea de esterilización enfrentará mayores dificultades el año próximo ya que el aumento del stocks de Letras del BCRA continuará erosionando el superávit cuasifiscal. Este superávit podría incluso transformarse en déficit ante una suba más rápida de la tasa de interés.

## 2. Entorno Internacional

### Nuevos escenarios para la economía mundial.

La evolución reciente de los mercados financieros ha estado dominada por dos factores que se interrelacionan. Por un lado, las dudas sobre el escenario macroeconómico ligadas al aumento del precio del petróleo. Por otro, el mantenimiento de elevados flujos de capital, en un contexto de ahorro mundial elevado. Ambos elementos están dando lugar a un entorno de rentabilidades de largo plazo por debajo de lo que se había esperado, tanto en EEUU como en Europa.

En EEUU, es significativo que las tasas a 10 años se sitúen actualmente por debajo de las observadas al inicio del ciclo alcista de tasas en junio de 2004, a pesar de que las tasas oficiales han aumentado del 1% al 3,75%. Ahora bien, no es menos destacable el caso europeo, en el que las tasas de interés a 10 años se sitúan un punto porcentual por debajo del promedio observado el año anterior, alcanzando niveles que no se observaban en Alemania desde el siglo diecinueve, salvando evidentemente las distancias en la comparación histórica.

Aparecen así dos cuestiones claves para los próximos meses. La primera tiene que ver con el entorno económico global y la posibilidad de una recesión de la economía en la que el petróleo podría actuar como desencadenante de una corrección de las expectativas, particularmente de la confianza de las familias, que han aumentado su endeudamiento en los últimos años. En este caso, las tasas de interés de largo plazo descontarían una recesión y su recorrido al alza sería limitado. La segunda es si, incluso en un entorno macroeconómico caracterizado por un notable vigor de la economía estadounidense, las tasas de interés de largo plazo van a seguir situadas en niveles bajos, como consecuencia del comportamiento de los flujos de capital internacionales.

El precio del petróleo que en 1999 se situaba en 11 dólares por barril supera actualmente los niveles de 60 dólares. A pesar de estos niveles de precios, la economía mundial mantiene un notable dinamismo. Tan sólo se produce una moderada desaceleración desde los niveles máximos de crecimiento de 2004.

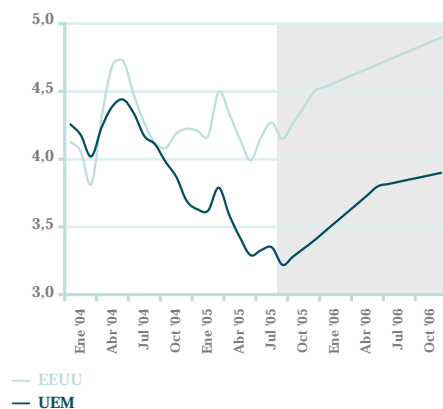
El carácter gradual de la suba de precios que ha permitido un ajuste de las expectativas de las agentes, la mayor eficiencia energética o el menor protagonismo de los mecanismos de indexación salarial han facilitado que el impacto de las subas del precio del crudo sobre la economía hayan sido moderados. En realidad, junto con el choque del petróleo, se está produciendo un proceso de globalización que actúa compensando, al menos parcialmente este choque. Como resultado de esta globalización, el comercio mundial es más dinámico y hay mayor oferta relativa de fuerza de trabajo, lo que contribuye a abaratar los costos laborales de las empresas. Todo apunta a que la probabilidad de un escenario de recesión ligada a la evolución de los precios del petróleo es limitada, pero no todas las incertidumbres están despejadas. En primer lugar, cabe esperar una moderación de estos precios hacia niveles más acordes con el equilibrio, que podría situarse entre 40 y 50 dólares. Niveles de precios como los actuales elevan la oferta de petróleo y reducen la demanda, haciendo además rentable la explotación de fuentes de energía alternativas.

Ahora bien, dado que el mercado tiene un estrecho diferencial de oferta y demanda, se muestra muy vulnerable a cualquier choque, y en un contexto de aumento del riesgo geopolítico es posible un escenario de mayores precios del petróleo.

En segundo lugar, es importante la manera en que se gestione la política monetaria. En economías con un elevado grado de utilización de los recursos productivos como EEUU, el sesgo al alza en la inflación que supone el aumento del precio del petróleo debería llevar a que continuara la senda de subas de tasas oficiales, tratando de situarlas en niveles más próximos a tasas neutras en los primeros meses de 2006. En este sentido, cabe esperar que la Reserva Federal mantenga una pauta de subas graduales hasta alcanzar niveles de tasas del 4,75%.

Más compleja es la gestión de la política monetaria en la UEM, donde la actividad no termina de mostrar un gran dinamismo y, con una inflación

### Tasas de 10 años y previsiones.



Fuente: US Treasury y BBVA.

### Petróleo USS x barril.

Escenario Base	
56.0	54.0
Escenario de Riesgo (Probabilidad 15%)	
61.0	88.0

Para el 2007 el petróleo podría alcanzar su precio de equilibrio en US\$ 45 por barril.

Fuente: BBVA.

cerca del objetivo del BCE, es posible que la suba del precio del petróleo, retrase el inicio del ciclo alcista de tasas de interés a finales de 2006. El diferencial de tasas de interés apoyaría al dólar que en su cambio con el euro cotizaría en el rango 1,17-1,25.

En tercer lugar, debe vigilarse el canal de las expectativas. Aunque algunos canales de impacto del petróleo a la economía, como el salarial, podrían haberse debilitado, las expectativas se convierten en un elemento clave, sobre todo en economías en las que las familias están fuertemente endeudadas. Un descenso de la confianza podría provocar una reducción de la demanda de activos como la vivienda y con ello una reducción de la riqueza inmobiliaria y del consumo. En este caso, en EEUU las tasas de interés, que inicialmente habrían aumentado para frenar las expectativas de inflación, podrían empezar a bajar antes de que finalice 2006. En Europa se producirían descensos de las tasas de interés desde el nivel actual del 2% hasta el 1,5%. No es descartable en este escenario alternativo un sesgo del dólar hacia la depreciación, en el rango 1,25-1,33.

En consecuencia, en el escenario base, las economías seguirán creciendo a ritmos notables, aunque menores que el año anterior, mientras la política monetaria se ajusta al alza, especialmente en EEUU y el dólar consolida niveles con el euro o se aprecia ligeramente. Sin embargo, incluso en este escenario, es posible que las tasas de interés de largo plazo no tengan un importante recorrido al alza.

La razón para ello es que se observa una importante demanda de bonos, que está vinculada al proceso de globalización financiera. La tasa de interés real es el resultado de la interacción del ahorro y de la inversión mundiales, especialmente cuando el sesgo doméstico de los inversores se reduce. En el contexto actual el ahorro podría estar aumentando. Esto sí, con una clara diferenciación de comportamiento por grupos de países. Los países industrializados están reduciendo su ahorro. Sin embargo, el ahorro aumenta en Asia, dado el modelo de crecimiento o en Oriente Medio, como consecuencia de los ingresos de los países exportadores de petróleo. Ello podría estar detrás de un descenso de las tasas de interés reales.

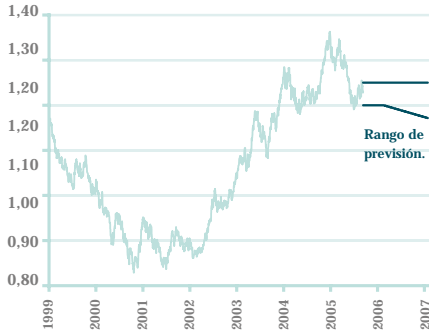
Además, cuando se analizan las tasas de interés nominales de largo plazo, las expectativas de inflación mundial se encuentran en niveles bajos, en parte ancladas por la ganancia de credibilidad que han tenido los bancos centrales en los últimos años, lo que contribuye a reducir las rentabilidades. Por su parte, la reducida volatilidad de la inflación es un elemento que ha supuesto una reducción de las primas de riesgo por plazo en las tasas de interés de los bonos de mayor duración.

Bajas tasas de interés generan flujos de capital en busca de rentabilidad hacia los países emergentes. Las divisas de estos países se aprecian. Para resistir esta apreciación, estos países intervienen en el mercado de divisas. La acumulación de reservas sigue siendo importante, aunque se ha ralentizado respecto al año anterior. Con ello, por un lado, aumentan su liquidez doméstica; por otro, instrumentan estas intervenciones comprando bonos de países centrales y contribuyendo a mantener bajas las tasas de interés, cerrando así un círculo que constituye un acelerador de la liquidez mundial.

Como ejemplo puede destacar lo ocurrido en el mercado europeo, donde el atractivo de la deuda ha derivado en un mercado más amplio, líquido y eficiente, y también ha tenido que ver con factores regulatorios (que afectan a las compañías de seguros y fondos de pensiones). El mercado de deuda europeo ha aumentado significativamente su dimensión: mientras en EEUU se reducen las emisiones netas de deuda, en Europa están aumentando. Ello configura un mercado de tamaño relativo creciente. Ahora bien, la demanda de bonos ha absorbido ampliamente este crecimiento de la oferta. El stock de bonos de los fondos de inversión europeo está en sus máximos desde 1999.

Con todo ello, los aumentos esperados para las tasas de interés de largo plazo serán limitados. En EEUU, las rentabilidades a 10 años podrían terminar el año 2006 con tasas del 4,9%. En Europa en el 3,8%. El sesgo en las previsiones es además a la baja si se intensifican estos flujos de capital.

Tipo de cambio dólar-euro.



Fuente: Bloomberg y BBVA.

Estados Unidos	Escenario Base	
	2005	2006
PIB	3.6%	3.2%
Inflación	3.3%	2.8%
Fed Funds	4.00%	4.75%
T 10 años	4.50%	4.90%

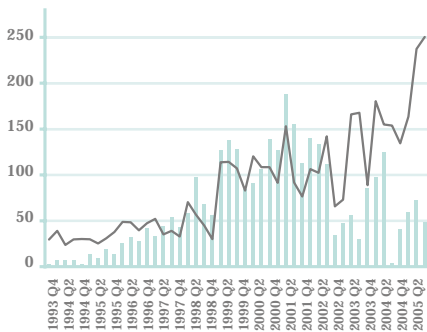
UEM	Escenario Base	
	2005	2006
PIB	1.3%	2.0%
Inflación	2.2%	1.9%
Tasa oficial BCE	2.00%	2.50%
T 10 años	3.30%	3.80%

Euro / Dólar	2005	2006
	1,20/1,25	1,17/1,25

Fuente: BBVA.

Emisión neta de deuda.  
En miles de millones de dólares.



■ EEUU  
— Eurozona

### 3. Entorno Macroeconómico

#### La economía sigue a toda marcha.

Durante la primera parte del año, el PIB mostró un marcado dinamismo y alcanzó, en promedio una variación superior al 9,0%, crecimiento más que respetable si se toma en cuenta que a la fecha se acumulan 12 trimestres ininterrumpidos de expansión.

No obstante, una proporción importante del crecimiento apuntado se explica por el considerable efecto arrastre dejado por el 2004, ya que al analizar la serie en términos desestacionalizados se observa una desaceleración respecto al año anterior (de 2,2% de crecimiento trimestral cae a 1,6%). Es de destacar, sin embargo, que el PIB está creciendo a un ritmo de 6,6% anualizado que más que duplica las proyecciones de PIB potencial.

Desde el lado de la demanda, los componentes que sostuvieron esta evolución fueron la Inversión y las Exportaciones netas, aún cuando el Consumo Privado fue el rubro de mayor incidencia en la explicación del crecimiento conforme a su peso relativo en el PIB.

La inversión en el primer semestre acumula un crecimiento promedio de 19%, ya que luego del traspaso del primer trimestre, durante el segundo registró una importante recuperación motorizada principalmente por la Construcción. En lo que respecta a las Exportaciones netas la incidencia de las mismas luego de la crisis era negativa, sin embargo en lo que va del 2005, el considerable crecimiento de las exportaciones permitió que el rubro alcanzara un valor positivo sobre el PIB pese al dinamismo de las importaciones. Asimismo, la recomposición en los salarios reales sumado al aumento en los niveles de empleo y las favorables expectativas de los agentes, permitieron un incremento del Consumo privado del 9,4%.

Desde el lado de la oferta se debe destacar un factor que sirvió para apuntalar la expansión del PIB, y que es que finalmente no se verificó una escasez de energía que tuviera efectos significativos sobre el nivel de actividad. El hecho de que el invierno fuera relativamente benigno, sumado al impacto generado por la mayor severidad de los planes que buscaban un ahorro de la energía (plan PUREE), impidió el desabastecimiento de este insumo clave para la producción y permitieron que la industria como sector creciera en promedio el 7%.

En lo que respecta al resto de los sectores de oferta se destaca la expansión del Agro a partir de la excelente cosecha de soja y Construcción dentro de los productores de bienes, así como la mayoría de los sectores de servicios, en particular la Intermediación financiera.

#### No hay motivos para esperar una desaceleración brusca.

Para lo que resta del año proyectamos que el PIB mantenga las tasas marginales registradas durante el primer semestre logrando así un crecimiento promedio para el 2005 del orden del 8,0%. Esta previsión lleva implícito un efecto arrastre del 3,7% y un crecimiento marginal como hemos dicho del 1,6% trimestral.

En lo que respecta al año 2006 estamos proyectando un crecimiento inferior al registrado en los años previos el cual se ubicaría en torno al 5,5%, como resultado de un menor efecto arrastre (un punto porcentual menos que en 2004 y 2005) y una desaceleración en las tasas de incremento marginal. La reducción proyectada sobre las tasas marginales de expansión tiene su origen más bien en un menor dinamismo de la demanda que en restricciones de oferta.

#### Las limitaciones de la Oferta.

Desde el lado de la oferta prevemos dos limitaciones que afectarán el ritmo de crecimiento. La primera de ellas pesaría sobre el sector agrícola, el cual difícilmente pueda reproducir las tasas de expansión registradas durante el 2005, principalmente por razones climáticas. En particular se estima que la

#### Evolución del PIB. serie a precios de 1993.

	Var. a/a serie original	Var. t/t serie desest.
<b>Prom. 2004</b>	<b>9.0%</b>	<b>-</b>
I trim. '04	11.3%	2.0%
II trim. '04	7.1%	1.3%
III trim. '04	8.7%	3.0%
IV trim. '04	9.3%	2.6%
<b>I Sem. 2005</b>	<b>9.1%</b>	<b>-</b>
I trim. '05	8.0%	0.8%
II trim. '05	10.1%	2.4%

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

#### Evolución de la Oferta y Demanda Global. variaciones % - series a precios de 1993.

	PIB a precios de mercado	Consumo Privado	Inversión Bruta Interna	Exportaciones Netas
2003	8.8%	8.2%	38.2%	-19.5%
2004	9.0%	9.5%	34.4%	-36.2%
I Sem. 2005	9.1%	9.4%	19.3%	1.7%
I trim. '05	8.0%	8.1%	13.4%	19.3%
II trim. '05	10.1%	10.6%	24.4%	-12.7%

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

#### Proyección de la evolución del PIB.

	Arrastre estadístico	Crecimiento trim. marginal	Proyección del PIB
2003	0.9%	2.8%	8.8%
2004	3.7%	2.2%	9.0%
2005 (e)	3.7%	1.6%	8.0%
2006 (e)	2.5%	1.3%	5.5%

Fuente: BBVA - Banco Francés y Ministerio de Economía.

cosecha de trigo será un 20% menor dado que se redujo el área sembrada debido a la falta precipitaciones, (ver recuadro Perspectivas Agrícolas).

La segunda limitación respondería a las restricciones energéticas. En el sector gasífero, el problema no vendría dado tanto por la producción sino por la capacidad de transporte. Entendemos que durante el 2006 no se debería observar escasez de la producción de gas respecto a la demanda interna, salvo períodos muy puntuales, debido a que es posible restringir la demanda externa para adecuarla a la oferta disponible. Mas allá de las obras que incrementaron marginalmente la capacidad de transporte de la red gasífera, prevemos que si el próximo invierno no resulta benigno como durante 2004/2005 se harán presentes estas restricciones de transporte salvo que haya una importante sustitución de gas por fueloil en la industria.

Una tercer restricción podría ser el nivel de utilización de la capacidad instalada de la industria, sin embargo no prevemos que esta haga operativa en 2006. Según los datos de utilización de capacidad instalada publicados por el Indec, tres sectores son los que durante 2004 y 2005 se hallaban (prácticamente) en pleno uso de su capacidad instalada: Refinación de petróleo, Metálicas básicas, y Papel y cartón. Un segundo grupo de sectores todavía dispondría de un margen considerable para seguir expandiendo su producción. La industria automotriz pese a su importante expansión durante los últimos meses goza aún de una alta capacidad ociosa. Para el año próximo las limitaciones vendrían, al igual que durante el 2005, de los sectores que están utilizando el máximo de su capacidad. Aún haciendo supuestos optimistas sobre el crecimiento de los sectores que se encuentran en el segundo grupo, los mismos no agotarían su capacidad instalada actual, si bien a fines del 2006 podrían ya estar cerca de los máximos.

### Previsible desaceleración de la demanda en 2006.

Desde el lado de la demanda proyectamos que cada uno de sus componentes desacelerará sus niveles de expansión. En lo que respecta al Consumo privado dos factores inciden en nuestra proyección. En primer lugar, en un mercado laboral menos dinámico, la masa salarial en términos reales aumentará, en promedio, aproximadamente un 6%, es decir dos puntos porcentuales menos que en el presente año. A su vez, observamos que estamos asistiendo a un proceso de agotamiento en la recomposición de la demanda postergada durante el período de crisis. Este escenario nos lleva a pronosticar un crecimiento del consumo privado del orden del 5,5% para el año próximo.

En cuanto a las exportaciones netas también esperamos una ligera retracción que tiene como base el ya apuntado menor crecimiento del agro. La caída estimada en la cosecha de trigo y el menor dinamismo de la producción de soja reduciría las exportaciones agrícolas, que no podrían ser totalmente compensadas por las colocaciones de manufacturas de origen industrial.

La Inversión continuará creciendo, pero a tasas que seguirán desacelerando paulatinamente a medida que se van recomponiendo los niveles pre-crisis. En el caso de Construcción, que representa más del 60% de la Inversión, las dificultades para acceder al crédito hipotecario debido a las limitaciones de ingresos que afectan a gran parte de la población, junto con el agotamiento del proceso de “dólares a ladrillos”, hace previsible menores tasas de crecimiento a futuro. Para poder sostener un nivel de crecimiento aceptable en el largo plazo (en torno a 3%) será necesario ir elevando el ratio de inversión a PIB hacia un 21%. Sin embargo, las incertidumbres institucionales que todavía persisten en la economía y más precisamente las que se refieren a la disponibilidad de abastecimiento de energía, desalientan en la actualidad llevar adelante proyectos de inversión de gran envergadura.

En resumen, durante el año 2006 estaríamos en presencia de una desaceleración de las tasas marginales de crecimiento que tendrían su origen principalmente en el menor dinamismo de la demanda y por algunas limitaciones puntuales de oferta. No obstante, de mantenerse la actual situación en los próximos años, las restricciones que impiden que el PIB crezca de manera sostenible vendrán principalmente desde el lado de la oferta, a partir de las limitaciones de capacidad instalada de la industria y de la escasez energética.

### Relación entre la Masa Salarial y el Consumo Privado.

	Consumo Privado	Masa Salarial	Salario Real	Empleo
2003	8.2%	8.6%	-3.1%	12.1%
2004	9.5%	13.0%	6.4%	6.2%
2005 (e)	8.1%	8.4%	4.7%	3.6%
2006 (e)	5.5%	6.2%	3.6%	2.5%

Fuente: BBVA - Banco Francés y Ministerio de Economía.

### Proyecciones de Oferta y Demanda Global. variaciones % - series a precios de 1993.

	PIB a precios de mercado	Consumo Privado	Inversión Bruta Interna	Exportaciones Netas
2004	9.0%	9.5%	34.4%	-36.2%
2005 (e)	8.0%	8.1%	18.0%	-27.5%
2006 (e)	5.5%	5.5%	13.5%	-33.8%

Fuente: BBVA - Banco Francés y Ministerio de Economía.

## El presupuesto 2006: al igual que 2004-5, un proyecto conservador.

El proyecto de presupuesto presentado al Congreso pronostica una inflación (9,1% promedio año) y un crecimiento del PIB real (4%) más bajos que los del corriente año. También se prevé que el tipo de cambio real se aprecie suavemente en el período. El superávit primario del 2006 de 3,3 puntos del PIB sería algo inferior al proyectado para el 2005 debido a que los ingresos totales crecerían a menor ritmo que el gasto primario. Nuestras estimaciones que presentamos en el cuadro, son en la mayoría de los casos un poco más optimistas que las presentadas en el proyecto de presupuesto, tanto en relación al crecimiento de la economía, como a la evolución de los ingresos, gastos y al resultado fiscal factible de obtener en el 2006.

Las cifras del proyecto de presupuesto sugieren que el Gobierno puede estar subestimando, tal como lo ha hecho en los dos últimos ejercicios, tanto las previsiones de crecimiento económico como su capacidad para generar ingresos. Creemos que la brecha de superávit seguirá reduciéndose (la tasa de crecimiento de los gastos viene superando a la de los ingresos este año) pero con un crecimiento nominal de los agregados más fuerte que lo contemplado en el presupuesto. La recaudación tributaria, si bien actualmente está desacelerando, no debería crecer en menor proporción que el PIB nominal como proyecta el presupuesto, más aún si no se está contemplando ningún cambio en la actual estructura impositiva ni hay razones para creer en un aumento de la evasión impositiva.

Es probable que así como los ingresos podrían crecer más, también el gasto primario lo haría, dado que no podemos descartar que continúe la recuperación de jubilaciones y los ajustes salariales en el sector público. El salario real del sector público registra aún una caída de casi 28% con respecto a fines del 2001 mientras que en el sector privado formal, las remuneraciones ya superaban la inflación acumulada desde la devaluación en enero del 2005. Estimamos que el resto de las partidas de gasto primario del presupuesto se vayan reajustando en relación a la evolución de los ingresos, como en definitiva ocurrió durante el corriente año.

## Aumentan las colocaciones voluntarias de deuda en 2006, pero el endeudamiento neto cae.

Con respecto a la relación con los organismos multilaterales de crédito, en el presupuesto se manifiesta que la voluntad es mantener un acuerdo pero dentro de un proceso de desendeudamiento. Por otro lado, se anticipa que se continuará con las emisiones de deuda para refinanciar parte de los vencimientos del período, principalmente Bodenes, Préstamos Garantizados y deuda reestructurada.

Las obligaciones de deuda del gobierno para el 2006 (estimaciones propias) totalizarían los US\$ 11.500 millones. De este total, 69% corresponden a deuda nominada en dólares. Como hipótesis, trabajamos con el supuesto que el acuerdo con el FMI no se concreta y que, al igual que el presente año, este organismo autorizaría a postergar por un año todos los vencimientos prorrogables. Esta hipótesis no parece irrazonable a la luz de los escasos avances que se advierten en la negociación con el organismo y además, que el mercado parece descontar que esta indefinición se postergará por un plazo bastante largo. En el punto siguiente calculamos el costo de asumir esta política en forma permanente en términos fiscales.

Según nuestros cálculos, si se coloca con éxito la emisión de US\$ 1.000 millones de Boden 15, el año 2005 podría cerrar sin desequilibrios financieros utilizando parte del excedente fiscal acumulado en el año 2004 y un modesto financiamiento que ya otorgó el Banco Central a través de adelantos.

El superávit primario del año 2006 podría llegar a un 3,4% del PIB (US\$ 7.200 millones) y sería suficiente para el pago de los intereses de la totalidad de la deuda más el pago de la totalidad de las amortizaciones a organismos internacionales del crédito, vista la voluntad del gobierno en mantener la política de desendeudamiento. En suma, sería necesario refinanciar todas las amortizaciones de deuda en mano de tenedores

## Proyecciones macroeconómicas.

	Presupuesto Nac. 2006	BBVA Banco Francés 2006	2005	2006
PIB nominal (mill. \$)	525,331	593,974	529,007	613,864
Var. PIB real	7.3%	4.0%	8.0%	5.5%
Var. PIB nominal (%)	17.4%	13.1%	18.2%	16.0%
IPC (var. Promedio año)	9.3%	9.1%	9.4%	10.0%
Tipo de Cambio Nominal promedio	2.90	2.97	2.90	2.90
Resultado Primario (mill.\$)	18,326	19,349	19,541	20,672
Resultado Primario (% PIB)	3.5%	3.3%	3.7%	3.4%
Ingresos totales (% PIB)	23.9%	23.7%	23.9%	23.8%
Gasto primario (% PIB)	20.4%	20.4%	20.2%	20.4%

Fuente: BBVA en base a datos del MECON.

miles de mill. de pesos	Proyecto Presupuesto Sector Público Nacional		
	2005	2006	Var.
<b>Ingresos Totales</b>	125.8	140.5	11.7%
Tributarios	119.0	133.1	11.8%
No tributarios	6.5	7.2	10.0%
De capital	0.2	0.1	-14.8%
<b>Gasto Primario</b>	107.4	121.1	12.8%
Remuneraciones	11.4	13.0	14.0%
Bienes, servicios y otros	5.8	5.8	0.1%
Prest. a la seguridad social	25.5	28.8	12.8%
Transferencias corrientes	54.7	60.0	9.6%
Gs. de capital	10.0	13.5	35.5%
Intereses	10.9	11.2	2.2%
<b>Resultado Primario</b>	18.3	19.4	5.6%
<b>Resultado Operativo</b>	7.4	8.2	10.7%

Fuente: BBVA Banco Francés en base a datos del MECON.

## Estimación del Programa financiero del Gobierno.

miles de mill. de US\$	2005 (e)	2006 (e)
<b>Total Fuentes</b>	<b>6,583</b>	<b>4,580</b>
Excedente estimado año anterior	2,700	-6,569
Superávit primario	0	6,771
<b>Emisión de deuda 1/</b>	<b>3,383</b>	<b>4,377</b>
en pesos	1,034	2,544
en dólares	2,349	1,833
<b>Adelantos del BCRA</b>	<b>500</b>	<b>0</b>
<b>Total Usos</b>	<b>13,152</b>	<b>11,481</b>
<b>Intereses</b>	<b>3,715</b>	<b>3,038</b>
en pesos	1,250	1,023
en dólares Organismos Internacionales	1,220	1,018
en dólares Deudores Privados	1,245	997
<b>Amortizaciones</b>	<b>9,438</b>	<b>8,442</b>
en pesos	2,526	2,544
en dólares Organismos Internacionales	5,122	4,065
en dólares Deudores Privados	1,790	1,833
<b>Excedente fin de año</b>	<b>-6,569</b>	<b>-6,901</b>

1/ En el 2005: emisiones realizadas de Boden 12 y 14 más emisión por US\$ 1000 mill. de Boden 15 anunciada.

Fuente: BBVA Banco Francés.



privados para que la solvencia fiscal no se deteriore y, en ese caso, las emisiones voluntarias deberían ser mayores a las de este año.

El piso de fondos a refinanciar sería de aproximadamente US\$ 4.300 millones del total de vencimientos del año próximo (en un marco de falta de acuerdo con el FMI). Dado que es un stock importante de nuevas colocaciones frente a los US\$ 3.000 millones que se colocarían en 2005, se abre el interrogante de si la estrategia de desendeudarse totalmente de los organismos multilaterales es sostenible a mediano plazo y qué pasos dará al respecto el gobierno en el futuro próximo.

### El costo de desendeudarse con los organismos internacionales podría llegar al 0,7% del PIB.

A fin del 2004, la deuda con organismos multilaterales ascendía a US\$ 30.600 millones de los cuales el 45% correspondía a deuda con el FMI. Nos concentramos en el período 2005-2012 donde vence casi el 90% de capital. La totalidad de la deuda se extingue en el 2027, pero ya a partir del año 2008 el perfil de vencimientos se reduce sensiblemente puesto que las obligaciones con el FMI quedarían canceladas. La tasa promedio implícita por toda la deuda multilateral en el período es del 4,3% anual en dólares.

El supuesto implícito en el ejercicio es que para cancelar la deuda con organismos es necesario tomar nuevo financiamiento voluntario, en dólares, al costo que determine el mercado. El costo adicional se mide, entonces como el diferencial entre la nueva tasa de mercado y la tasa que cobran los organismos multilaterales cuya deuda se está cancelando. Esto se va acumulando año tras año a medida que aumenta el capital a refinanciar, y representaría un costo estructural asumido para siempre por haber adoptado una estrategia de desendeudamiento con el FMI.

Con respecto a los supuestos macroeconómicos, la economía tiene un crecimiento tendencial de 3% real anual y una inflación de 5% anual a partir del año 2008. El tipo de cambio real cae suavemente hasta dicho año y luego se mantiene constante.

En un primer ejercicio suponemos que el costo en dólares es similar al rendimiento actual del Boden 12 (8%) y se mantiene durante todo el período. Esto significa un spread de aproximadamente 350 bp sobre la tasa de financiamiento de organismos. En ese caso el costo adicional por refinanciar los US\$ 27.106 millones en el mercado sería de 0,4 puntos del PIB acumulados al 2012. En un segundo caso suponemos que aumenta el riesgo de Argentina en 300 bp sobre el actual rendimiento del Boden 12. El costo de refinanciar es entonces 0,7 puntos del PIB al 2012.

### La inflación no cede en 2005.

Durante los meses conocidos del presente año, el IPC ha exhibido una tasa de crecimiento mensual que supera significativamente a la registrada en los años previos. Varios factores permiten explicar este comportamiento:

- 1) En primer lugar, la importante recuperación que se ha evidenciado luego de la crisis generó un paulatino cierre de la brecha de producto (output gap), y aún cuando en la actualidad existen sectores con capacidad ociosa, un gran número de agentes han modificado al alza el precio de los bienes ofrecidos basándose principalmente en la mejora de sus ventas. Concomitantemente, la recuperación del salario real, principalmente en el sector formal, alimenta una mayor presión de demanda de bienes de consumo.
- 2) Desde el punto de vista monetario, la intención del Gobierno de sostener el tipo de cambio dio lugar a una política monetaria más expansiva, la cual no se advierte en el crecimiento de la base monetaria, sino en la evolución de los agregados monetarios más amplios.

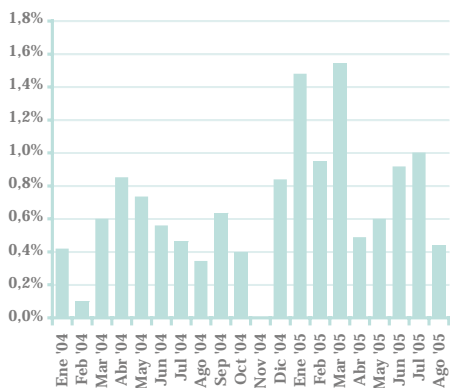
Un hecho adicional que caracteriza la dinámica del IPC durante este año, y que se suma como factor a la hora de explicar los mayores niveles de inflación, es el cambio de Precios Relativos registrado y que paulatinamente está corrigiendo el aumento de los precios de los bienes transables por sobre los no transables que

### Deuda total con organismos multilaterales de crédito 1/.

mill. de US\$	Saldo deuda	Vtos. Capital
2004	30,601	---
2005	23,894	6,707
2006	16,796	7,098
2007	10,545	6,251
2008	8,162	2,384
2009	6,710	1,452
2010	5,443	1,267
2011	4,398	1,045
2012	3,494	904
<b>total</b>	<b>---</b>	<b>27,106</b>

Fuente: Secretaría de Financiamiento.  
1/ Incluye deuda con el FMI, BID, Banco Mundial y Fonplata.

### Evolución del IPC. variaciones m/m - serie original.



Fuente: INDEC.

se verificó en los años posteriores a la devaluación producida con la salida de la Convertibilidad.

Con datos a Julio 05', el incremento en los precios de los bienes no transables es un 50% mayor en el año al de los transables. Este comportamiento en los rubros refleja las imperfecciones mostradas por el mercado, que impiden que los precios de los bienes transables se mantengan constantes o deflacionen con el fin de permitir la corrección de los precios relativos (ver recuadro de Precios Relativos).

Más allá de la tendencia comentada, en los meses recientes se observa una desaceleración en las tasas mensuales, hecho que está influido por los considerables aumentos registrados en el primer trimestre. A pesar de esto, es preocupante que el rubro Alimentos y Bebidas no acompañen la desaceleración exhibida por el nivel general, dado el impacto que este rubro tiene sobre la canasta básica de consumo.

Para lo que resta del año no estimamos cambios significativos en la tendencia de inflación registrada en los últimos tres meses (0,79%) de lo cual se desprende que el IPC durante el 2005 registrará una variación en punta cercana al 10,9%.

### Aún no se percibe un ancla nominal para la inflación en 2006.

De cara al 2006, nuevamente no encontramos factores que puedan modificar la tendencia que exhibe el nivel general de precios durante los últimos meses de este año ya que las políticas económicas y presiones de demanda tendrán características similares. Esta similitud queda de manifiesto en el proyecto de presupuesto 2006 que prevé una continuidad de la política fiscal y cambiaria actual con una meta de inflación promedio de 9,5% para el próximo año, es decir, la política económica aspiraría sólo a que los registros inflacionarios no se eleven.

En primer lugar, continuaremos observando un cierre de la brecha de producto. Sin embargo, la disminución de la brecha no generaría sobre los precios una presión adicional a la registrada durante el 2005, debido a que, como se explica en el capítulo de actividad, en el ámbito industrial los sectores que estarían a pleno uso de su capacidad ya verifican esta situación en la actualidad. Por otro lado, los sectores que a la fecha cuentan con capacidad ociosa no registrarían durante el 2006 un estrangulamiento de la misma.

Asimismo, estamos esperando una recuperación del salario real ligeramente inferior a la estimada para el 2005 por lo cual las presiones sobre el consumo a lo sumo serían semejantes a las del presente año. En materia monetaria, como se explica en el capítulo pertinente, no prevemos un cambio significativo de política. Por último, esperamos observar una nueva corrección de los precios relativos a favor de los bienes no transables (ver más adelante modelo de estimación por componentes).

Tomando en cuenta los factores mencionados, proyectamos que la inflación del próximo año (en punta) estaría en torno al 10,0%, de forma tal que el aumento del IPC mensual en promedio se establecería algo por debajo del 0,8%. Sin embargo, es importante monitorear el comportamiento de la política monetaria y fiscal durante los últimos meses del presente año, ya que de resultar fuertemente expansiva como ocurrió en 2004, esta podría incrementar los niveles de IPC de los primeros meses del 2006 más allá de la tendencia apuntada.

### Distintos estudios econométricos indican que las presiones inflacionarias continuarían.

En los puntos siguientes mostramos un conjunto de modelos econométricos cuyo resultado sirve de apoyo a las proyecciones comentadas. A excepción del modelo de mark-up, los distintos modelos propuestos muestran una aceleración de la inflación para el año próximo. El comportamiento de la propia serie (modelo 1.1) y nuestras proyecciones de cierre de la brecha de producto indican que las presiones inflacionarias persistirían en 2006. Aún bajo estimaciones de expansión monetaria relativamente moderadas (similares al PIB nominal) para 2006, el exceso de dinero registrado en el

### IPC : rubros transables y no transables. variaciones porcentuales.

	IPC General	Rubros Transables	Rubros NO Transables
2003	0.30%	0.24%	0.38%
2004	0.49%	0.51%	0.48%
Acum. julio '05	1.00%	0.83%	1.19%

Nota: se dispone de datos desagregados al mes de julio.  
Fuente: BBVA - Banco Francés.

### IPC: Inflación Subyacente y Alim. y Bebidas. prom. mensuales - variaciones %.

	Nivel General	Subyacente	Alimentos y Bebidas
acumulado 2005	0.93%	1.12%	1.13%
últimos 6 meses	0.83%	1.10%	1.09%
últimos 3 meses	0.79%	0.99%	1.12%

Nota: datos al mes de Agosto.  
Fuente: BBVA - Banco Francés.

**Estimación del IPC por Componentes. variaciones %.**

	2004	2005	2006
Alim. no Elaborados	5.1%	13.6%	8.9%
Alim. Elaborados	5.6%	11.7%	18.7%
Indust. no Energéticos	7.5%	6.3%	6.4%
Energéticos	3.0%	1.9%	8.5%
Servicios	6.9%	13.7%	16.4%
Nivel General	6.1%	11.5%	12.9%

Nota: se dispone de datos desagregados al mes de julio.  
Fuente: BBVA - Banco Francés.

corriente año presionaría al alza la inflación del próximo debido a los rezagos de hasta 9 meses que exhibe la Política Monetaria, de acuerdo a nuestro modelo.

Sin embargo, dado que en la mayoría de estos modelos todavía incide, y con una alta ponderación, la elevada inflación registrada en el primer trimestre del 2005 (explicada por políticas transitorias fuertemente expansivas a fines del 2004), estos resultados podrían estar exagerando las presiones inflacionarias para el año próximo ya que en los trimestres subsiguientes la tendencia se redujo significativamente. Además, como ya comentáramos el gobierno tiene como meta una inflación ligeramente inferior al 10% y es posible que actúe moderando la velocidad de recuperación de los salarios y el superávit fiscal resulte mayor al proyectado. Debido a estos factores, finalmente proyectamos una variación del IPC del 10%, similar a la del 2005, sin descartar totalmente la hipótesis de aceleración que sugieren nuestros modelos.

**1.1.- Modelo de proyección por componentes.**

Un primer método de estimación se basa en un modelo econométrico que agrega los distintos rubros que componen el nivel general de precios en cinco componentes, utilizando como criterio para agrupar los mismos una lógica de oferta. Paso seguido, los componentes se proyectan, exclusivamente, a partir de la propia historia de las series (modelos ARIMA). Finalmente, la estimación del IPC resulta de la agregación ponderada de las proyecciones de los componentes.

Con datos al mes de julio, último mes para el cual se dispone de información desagregada respecto al IPC, las proyecciones arrojadas por el modelo sostienen lo dicho anteriormente: el 2005 exhibiría una variación en el nivel general de precios en torno al 11%, y para el 2006 las distintas especificaciones dan una variación de precios levemente superior en alrededor de 1 punto porcentual. Sin embargo, esto no debe considerarse como una señal concluyente de aceleración de la inflación ya que este modelo pondera fuertemente los meses recientes de alta inflación.

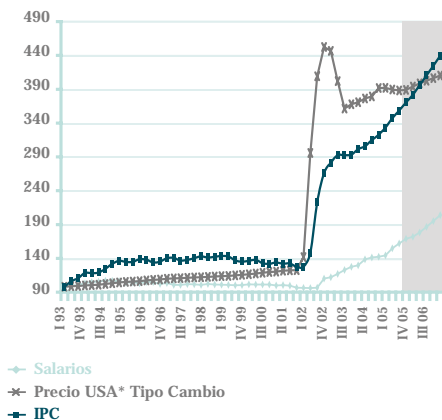
Asimismo, es interesante mencionar que según los resultados del modelo la incidencia de dos rubros influiría, de manera significativa, en la dinámica del IPC durante el 2006. En primer lugar el comportamiento del rubro Servicios, hecho que estaría en línea con el escenario de cambio de precios relativos. Y en segundo lugar, la evolución prevista para Alimentos y Bebidas elaborados que, conforme viene ocurriendo en los últimos meses, seguiría incrementándose a una tasa muy superior a la del nivel general.

**2.1.- Inflación de Costos: Modelo de Mark up.**

Este modelo concibe a la Inflación como un fenómeno de empuje de costos en el contexto de largo plazo. La teoría propone que el precio se establece como un margen fijo sobre el costo de los insumos y, dado que ésta es una relación de equilibrio, las desviaciones de la misma pueden usarse para explicar la tasa de inflación: las fluctuaciones en los precios se interpretan como un ajuste parcial del nivel actual hacia el valor objetivo siendo éste un proceso de corrección. En este proceso el sobrecosto puede estar especificado en términos del costo de mano de obra (medido a través del salario) y para el caso de una economía pequeña y abierta (a fin de captar el costo de insumos importados), el producto del tipo de cambio por el índice de precios de Estados Unidos.

Si la inflación es consecuencia del traslado que hacen los productores del aumento en los costos de producción, deberíamos observar una relación positiva entre el valor de los insumos (trabajo e insumos importados en nuestro modelo) y el Índice de Precios. La inspección visual del Gráfico, nos lleva a afirmar que se verifica tal relación entre las variables propuestas para el período bajo estudio.

**Inflación de costos. Base 1993=100.**



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales Ministerio de Economía.

\*Si bien se observa correlación positiva entre las variables propuestas, se plantea la duda de si la causalidad va de costos de producción a precios o es la inversa, es decir que los valores de los insumos se ajustan a fin de alcanzar el aumento en los precios finales. Creemos que si bien en el último año, se realizaron una serie de acuerdos salariales a fin de recuperar el salario real, esto reflejaría más bien un ajuste de precios relativos temporario y no destruiría la relación estructural propuesta.

La inflación de costos para 2006 dependerá entonces, de los valores del tipo de cambio y salarios (ya que la inflación de EEUU giraría en torno al 3,9%) estimados para ese período. De acuerdo a nuestras proyecciones, consistentes con las expectativas de mercado (medidas a través de los valores promedio de la REM del BCRA), se observaría para 2006 un tipo de cambio nominal constante. En el caso de los salarios, su estimación es más complicada puesto que en gran medida las remuneraciones del próximo año, dependerán de paritarias realizadas entre empresarios y sindicatos, acuerdos bastante difíciles de pronosticar. A pesar de ello, nuestras estimaciones para 2006, indican un crecimiento del 18,5% para el promedio trimestral del Salario Privado Formal (para este año, se espera un incremento del 19,3%, siendo el efectivamente observado al 2° T 05 de 12%). Este supuesto, más el TCN constante y la Inflación para EEUU del 3,9% nos llevaría a una Inflación de Costos del 9% para 2006.

### 2.2.- Inflación de Demanda.

En economías en crecimiento, es de esperar que el exceso de demanda por sobre una oferta presione los precios al alza. En este sentido es importante diferenciar dos conceptos relativos a la oferta de una economía: el de PIB Potencial y el de PIB Tendencial. El primero, más conocido, está asociado a una función de producción (en general tipo Cobb Douglas), y se refiere al PIB que la economía, dado sus factores capital y trabajo, está en condiciones de producir. Para este tipo de cálculo, la Argentina siempre se encontró por debajo del nivel potencial, con lo cual si se toma esta medida no existiría inflación de demanda alguna. Sin embargo, en el modelo aquí propuesto (denominado Curva de Phillips en la jerga económica), se trabaja con el PIB Tendencial, es decir aquel para el cual no existe presión inflacionaria, y se lo calcula mediante la tendencia obtenida a través del Filtro de Hodrick Prescott.

En el presente caso, se buscó trabajar con la Curva de Phillips tradicional, la cual relaciona a la inflación actual con las expectativas de inflación (captada a través de los rezagos incluidos), alguna medida de brecha en el producto y una variable que busque reflejar los cambios en los precios de los productos importados, ya que Argentina es una economía abierta y pequeña. Si bien los resultados en materia de ecuación de inflación no fueron satisfactorios, nuestra estimación de Producto Tendencial confirma que actualmente nos encontramos por encima del mismo, que estimamos se ubicará en un 2,12% para fines de 2005.

Sobre la base de nuestras proyecciones de PIB y PIB Tendencial, podemos ver cómo el año que viene continuaría una brecha positiva (alrededor de un 2,03%), lo cual sumado a la brecha actual observada, estaría avalando una suba de precios para 2006.

### 2.3.- Inflación Monetaria.

Si la oferta de Dinero se encuentra por encima de la demanda (medida ambas en términos reales) el ajuste de la oferta hacia la demanda puede hacerse ya sea por medio de una reducción de la cantidad de dinero<sup>2</sup> o bien por un aumento de precios.

Dentro de la discusión existente sobre los factores que producen inflación, lo que muchos dejan de lado es que más allá de que la inflación sea un fenómeno de presión de demanda o bien de costos, la única forma de que la misma se materialice es a través de un exceso de dinero, es decir, si la cantidad de dinero observada en la economía está por encima del dinero efectivamente deseado, la gente se va a desprender del mismo a través de un mayor gasto.

Nuestra medida de dinero, M2, está compuesta de circulante, más depósitos a la vista y en caja de ahorro del sector privado y por lo tanto se expandirá, de aumentar alguno de estos dos factores. Cabe aclarar, que el agregado monetario M2 no necesariamente se comporta como la base

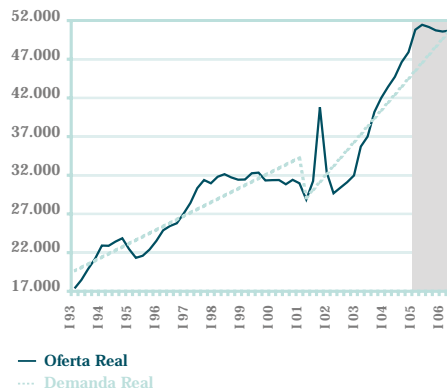
<sup>2</sup>Una disminución en la cantidad de dinero, dado que se utiliza M2 del sector privado como definición del mismo, se verificaría o bien por medio de una reducción de la base monetaria o bien por una reducción de los depósitos del sector privado.

### Brecha de producto. Como % del PIB de Tendencia.



Fuente: BBVA - Banco Francés e INDEC.

### Oferta y Demanda Real de Dinero. M2 en millones de \$ 1999.



Fuente: BBVA - Banco Francés y BCRA.

monetaria, donde el BCRA tiene una meta relacionada con su meta de inflación (que ya fue superada este año). En efecto, el BCRA compra dólares a través de la inyección de más pesos al mercado. Como la Demanda de Base no aumenta al mismo ritmo que la Oferta, el BCRA se ve en la obligación de "anular" (esterilizar, en la jerga económica) parte de este excedente de dinero mediante la colocación de títulos en pesos. Con la esterilización, y algunos procedimientos contables con el manejo del encaje, el BCRA cumple con su meta de base monetaria. Sin embargo, ello deja de lado que son los depósitos los que se están expandiendo, consecuencia de que está aumentando el multiplicador y es por ello que se observa exceso de dinero en la economía.

Nuestras proyecciones de Oferta y Demanda de Dinero (medidas según el agregado monetario M2 privado), establecen para fines de 2005 un exceso de dinero en la economía de alrededor del 9,5%, de continuar el BCRA pegándose a la Banda Superior de su Programa Monetario. De suponer que el BCRA continuará expandiendo la base monetaria en 2006 al ritmo de un crecimiento proyectado para el PIB nominal de 16%, del Gráfico, puede observarse como se licúa el dinero existente en la economía el cual caería hacia fines de 2006 para ajustarse, en términos reales, a la demanda proyectada.

Sin embargo, si bien a fines de 2006 no se observaría desequilibrio alguno en la cantidad de dinero existente en la economía, de mantenerse este supuesto, la Inflación para el año próximo según este modelo se aceleraría bastante, rondando el 15%. Ello es consecuencia de la inflación inercial que arrastra el año 2006, sumado al hecho de que la política monetaria opera con rezagos: en nuestro modelo existe una incidencia de hasta 9 meses. Es importante no obstante reconocer que en este caso se podría estar sobreestimando la inflación del año que viene, al suponer una expansión de la oferta monetaria del 16% (conforme nuestra estimación de crecimiento del PIB nominal) la cual podría ser menor en caso de que el BCRA aplique una política monetaria más contractiva.

## El lento ajuste de los precios relativos refleja la falta de flexibilidad de los mercados.

El propósito de una devaluación es modificar los precios relativos de una economía, encareciendo el precio de los bienes transables en relación a los no transables. Se busca así elevar el tipo de cambio real con respecto a la situación previa que se asume de desequilibrio (sobreevaluación de los bienes no transables). La posibilidad de alcanzar este objetivo en el corto plazo está en función de la existencia de inflexibilidades al interior de algunos mercados, las cuales dan origen a velocidades de ajuste diferencial en los precios de los bienes.

La teoría económica generalmente asume la existencia de flexibilidad perfecta en los mercados. Así, ante una modificación del tipo de cambio nominal, deberíamos esperar que los precios de los bienes transables se ajusten rápidamente para lograr restablecer la igualdad de precios a nivel internacional. Sin embargo, la evidencia empírica señala que frente a una importante devaluación nominal, en un principio se produce un "overshooting" del tipo de cambio real (TCR) en el sentido que se eleva por encima de su valor de equilibrio y luego retrocede para alinearse al nuevo equilibrio. Así, en la Argentina, el TCR bilateral con EEUU luego de triplicarse a junio del 2002 comenzó a caer hasta ubicarse hoy un 90% por encima del de diciembre del 2001. Al mismo tiempo, el ITCER (tipo de cambio real multilateral) acumula una variación mayor (120%) como consecuencia de la apreciación real experimentada durante el período por dos de nuestros principales socios comerciales: Brasil y la Unión Europea. El proceso de ajuste de precios relativos puede prolongarse en el tiempo y la velocidad del mismo dependerá del grado de transabilidad de los distintos bienes de la economía, de la importancia del mercado interno con relación al externo (para los bienes que se exportan), el nivel de ingreso de los consumidores y del grado de competencia que impere en el mercado.

Prueba de ello es la evolución seguida por la relación de precios entre los componentes transables del índice de precios mayoristas (IPIM) y los componentes no transables de IPC. Como podría esperarse, la variación acumulada de esta relación es muy semejante a la alcanzada actualmente por el TCR bilateral con Estados Unidos. Sin embargo, la trayectoria fue muy disímil ya que inicialmente el precio de los bienes transables en el mercado interno (IPM) no subió en la misma proporción que la devaluación nominal debido al deprimido nivel de la demanda doméstica durante la crisis. Inversamente, cuando la economía empezó a recuperar, el precio de los transables no cayó aún cuando se redujo el tipo de cambio nominal. Como puede comprobarse en el cuadro inferior, el cociente IPM transable/IPC no transable prácticamente no cambió entre diciembre del 2002 y diciembre 2004 a pesar de que el TCR retrocedió un 16%. En este sentido es interesante señalar lo ocurrido con la relación entre los componentes transables y no transables al interior del IPC. Esta relación alcanza tan solo una variación acumulada de la mitad de la registrada por el TCR bilateral, demostrando que el aumento en el nivel de precios de los rubros transables (del IPC) no pudieron seguir al tipo de cambio y por ende a los precios internacionales (medidos en moneda local). Esta situación puede ser explicada principalmente por dos causas.

En primer lugar un argumento desde el punto de vista de la producción indica que muchos sectores relevados por el IPC que son proveedores de bienes transables se ven impedidos de cobrar precios a nivel internacional en función de que son altamente dependientes de la demanda local (por ejemplo, carnes y lácteos). A esto se le agrega que otro conjunto de rubros, proveedores principalmente de combustibles, tienen su precio regulado. Un segundo argumento se relaciona con la etapa de intermediación. Durante la Convertibilidad se lograron imponer altos márgenes de comercialización que los distribuidores, frente al alza de precios a nivel mayorista, fueron disminuyendo con el objetivo de no perder volumen de venta.

Finalmente, es interesante observar el desempeño del índice de salarios reales que resulta de deflactar el índice de salarios nominales (no gubernamentales) por el IPC. La caída en torno al 10% que exhibe este indicador desde la salida de la Convertibilidad es un resultado previsible y que se basa en la baja transabilidad que en la práctica muestra el factor trabajo. Tomando en cuenta todo lo señalado, nuestras perspectivas para el mediano plazo es observar un lento ajuste de precios relativos con el fin eliminar el desequilibrio. La mayor velocidad de crecimiento de los rubros no transables respecto a los transables que estamos proyectando se encuentra en línea con los resultados alcanzados por una serie de modelos econométricos (ver artículo de Tipo de cambio real). Las estimaciones arrojadas por los modelos establecen que el tipo de cambio real alcanzaría su nivel de equilibrio dados los actuales fundamentales de la economía hacia el año 2007 luego de verificar una apreciación (caída) en torno al 20%. Una consecuencia adicional de la corrección del precio relativo de los bienes no transables será el aumento en el nivel de salarios reales, aunque éste demandará en función de lo comentado, un tiempo de ajuste superior.

En base a lo anterior, se puede concluir que no necesariamente un mercado cambiario libre que lleve a una apreciación del tipo de cambio nominal producirá rápidamente, en el actual contexto de Argentina, un ajuste de precios relativos ya que podría no bajar simultáneamente el precio interno de los transables, en su mayoría alimentos. Esto no implica que un tipo de cambio fijo es una opción superior porque produce un sesgo de inflación de modo que el grado de flexibilidad cambiaria pasa a ser un tema central.

Rodrigo Falbo | [rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar](mailto:rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar)

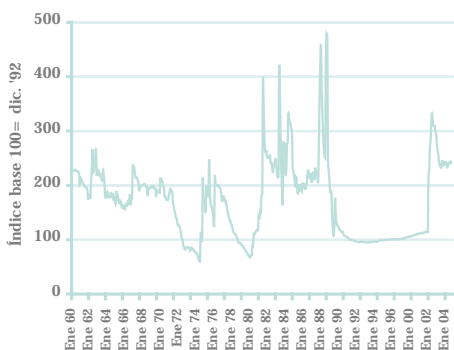
Gloria Sorensen | [gsorensen@bancofrances.com.ar](mailto:gsorensen@bancofrances.com.ar)

### Evolución del Tipo de cambio y los Precios relativos.

Nivel a:	TCN	TCR Bilateral con USA	ITCER	Salarios reales WNG / IPC	IPM trans/IPC no trans	IPC trans/IPC no trans
Dec-01	1.00	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Jun-02	3.91	297.3	279.9	76.4	178.5	139.6
Dec-02	3.39	246.9	228.1	76.3	188.0	149.9
Jun-03	2.82	201.3	206.1	80.5	176.5	146.8
Dec-03	2.96	209.9	222.3	82.5	183.9	150.2
Jun-04	2.97	211.2	215.7	84.9	183.6	150.2
Dec-04	2.99	207.3	234.7	85.0	187.2	152.6
Jul-05	2.88	193.4	220.4	89.1	181.5	150.0
<b>Var. Acum.</b>						
jul-05 / dic-01	188.0%	93.4%	120.4%	-10.9%	81.5%	50.0%

Fuente: BBVA Banco Francés.

**TCR Bilateral con EEUU.**  
Índice base 100= dic. '92.



Fuente: BBVA - Banco Francés.

**Un estudio econométrico sobre Tipo de Cambio Real en Argentina.\***

**Introducción.**

La literatura sobre tipo de cambio real establece la existencia de un valor de equilibrio de éste al cual la economía tiende en el largo plazo. El valor de equilibrio queda determinado en función de los niveles alcanzados por las variables fundamentales de la economía, en una configuración que la hace sostenible.

Sin embargo, la experiencia muestra que el tipo de cambio real puede permanecer alejado de su valor de equilibrio por periodos más o menos prolongados. La explicación que subyace a este fenómeno es que algunos mercados no se ajustan instantáneamente ante cambios en los “fundamentales”, motivo por el cual estos pueden mantener, al menos temporariamente, precios no consistentes con el nuevo equilibrio. Estas rigideces temporarias son la causa de los desvíos del tipo de cambio real respecto al de equilibrio.

En particular en el caso argentino, el tipo de cambio real lejos de mostrar un comportamiento estable exhibe una dinámica con importantes oscilaciones, cuyo ejemplo más reciente es el over-shooting generado con el quiebre de la Convertibilidad.

Es en este contexto que se plantea si el tipo de cambio real (actual) ha alcanzado un nivel de equilibrio (dados los actuales fundamentales) o si cuenta con espacio para continuar apreciándose, y de ser válida la segunda opción, cuál es el nivel de caída adicional necesaria, y cuánto tiempo puede requerir la misma.

El propósito del presente trabajo, entonces, es intentar establecer cuál es el tipo de cambio real de equilibrio para los actuales “fundamentals” del país a partir de los resultados econométricos arrojados por tres modelos que incorporan distintos grados de sofisticación respecto a las variables explicativas empleadas.

En primer lugar, comenzamos con uno de los modelos más populares para estimar el tipo de cambio, el cual se basa en la relación conocida como la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA). En una segunda instancia, estimamos un modelo que continúa dentro de la lógica de la Paridad del poder adquisitivo, pero que ajusta los resultados obtenidos en función de la evolución de la productividad (relativa) del país. Por último, trabajamos con un modelo que incorpora un mayor nivel de fundamentos microeconómicos, lo cual lleva a utilizar como variables explicativas adicionales a la posición de Activos externos netos, y a las Productividades (relativas) en la producción de bienes transables y no transables. A lo largo de todo el trabajo se utilizará el tipo de cambio real bilateral con EEUU y en los casos en que es necesario incorporar productividades, las mismas se construyen también con relación a EEUU, aunque entendemos que a futuro sería conveniente utilizar un tipo de cambio multilateral, incorporando los principales socios comerciales de Argentina, con el fin de lograr estimaciones más precisas.

**La Paridad del Poder Adquisitivo (PPA).**

El análisis económico utiliza habitualmente la teoría de la Paridad del poder adquisitivo (PPA) debido a que de ésta se desprende una condición de equilibrio entre dos monedas. El supuesto que subyace a la relación establecida por la PPA es que el nivel de precios de dos países debe igualarse cuando se expresa en la misma moneda, o lo que es lo mismo:

**tipo de cambio nominal = nivel de precios doméstico / nivel de precios externo**

Sin embargo, nuevamente el argumento que señala la existencia de ciertas inflexibilidades (transitorias) en algunos mercados da pie a que la ecuación de la PPA no se compruebe para cada período.

En efecto, si todos los bienes de la economía fueran perfectamente transables parece lógico sostener que la PPA se verificaría en todo momento, pero la existencia de bienes que son costosos de comerciar con

\*Para una exposición más detallada respecto de este punto el presente artículo se encuentra publicado en forma completa en nuestra página WEB ([www.bancofrances.com.ar](http://www.bancofrances.com.ar) / Serie de Estudios Especiales Nro.14).

el exterior (no transables) da como resultado que la PPA pueda no verificarse en el corto plazo.

No obstante, la relación establecida por la PPA puede seguir siendo útil como herramienta para proyectar el nivel de tipo de cambio de equilibrio, ya que en teoría los niveles de precios de los países, expresados en la misma moneda (a partir del tipo de cambio), no deberían desviarse en forma permanente.

Se plantea entonces un modelo econométrico siguiendo la lógica de la PPA: donde el tipo de cambio nominal es determinado por la relación entre los precios domésticos y los de EEUU, a partir de datos mensuales para el período comprendido entre 1960 y 2004.

$$\text{LTCN} = C(1) + C(2) * \text{LIPC} + U$$

Donde:

- LTCN es el logaritmo natural del tipo de cambio nominal.
- LIPC se construye como el logaritmo del cociente entre el índice de precios minorista doméstico y el de Estados Unidos.

La ecuación de largo plazo que surge del mejor ajuste conseguido mediante un modelo de corrección de errores (MCE) es la siguiente:

$$\text{LTCN} = 0,94002 + 0,99414 * \text{LIPC}$$

Aún cuando los estadísticos de bondad de ajuste no arrojan resultados plenamente satisfactorios, es interesante destacar que, por lo menos para el período muestral, Argentina verifica la condición enunciada por la PPA, lo cual se observa en el hecho de que el coeficiente que acompaña la relación de precios no es significativamente distinto de 1.

Tomando en consideración la ecuación de largo plazo, el tipo de cambio actual debería verificar una apreciación (caída) del orden del 32% para alcanzar el resultado arrojado por ésta, el cual asimilamos al tipo de cambio de equilibrio.

### La PPA ajustada por productividad.

Una crítica formulada sobre los modelos basados en la teoría de la PPA es que estos no incorporan el efecto de la evolución diferencial en las productividades de los países. Si se argumenta que la relación de las productividades de los distintos países no son constantes sino que exhiben una tendencia, ya no está claro que necesariamente se debería verificar la relación entre tipo de cambio nominal y precios relativos (entre países), según se deriva de la PPA. La diferencia en las productividades pasa a ser ahora un factor adicional (a la relación de precios) al momento de explicar la evolución del tipo de cambio nominal como lo muestra la siguiente ecuación.

$$\text{TCN} = f [ ( \text{IPC doméstico} / \text{IPC externo} ) , ( \text{Prod. doméstica} / \text{Prod. externa} ) ]$$

Para este análisis utilizamos como series que aproximen las productividades de los países a: 1) la relación PIB per cápita, 2) la relación de PIB por ocupado.

En lo que respecta a la evolución relativa del PIB per cápita entre Argentina y EEUU, ésta muestra una pendiente negativa lo que significa que durante los últimos 45 años el país ha perdido productividad frente a EEUU. Sólo pueden señalarse dos momentos donde la evolución ha mostrado una pendiente positiva y estos son: 1) durante los primeros años de la Convertibilidad y 2) la recuperación posterior al quiebre de la misma. Como una forma de dimensionar el comentario anterior es posible señalar que a principios del período muestral el PIB per cápita de Argentina representaba (medido a precios de 1993) un 40% del de EEUU, y en el año 2004 esta relación había caído al 24%.

En lo que respecta a la evolución relativa del PIB por trabajador ocupado entre Argentina y EEUU, ésta también muestra en tendencia una pendiente negativa, aunque en este caso los períodos donde Argentina logra

### Modelo PPA Pura.

Hipótesis (1)	
IPC Arg. / IPC EEUU	se mantiene en el prom. 2004
Tiempo (años) (2)	3.0
Apreciación (3)	32.4%

Notas: (1) Hipótesis sobre el valor de equilibrio de las variables explicativas. (2) Tiempo estimado por el modelo para lograr el equilibrio una vez que las variables explicativas han alcanzado el valor proyectado. (3) Caída estimada por el modelo con el fin de alcanzar el equilibrio.

Fuente: BBVA - Banco Francés.

### PIB Per Cápita (Arg / EEUU). Logaritmo de la serie.

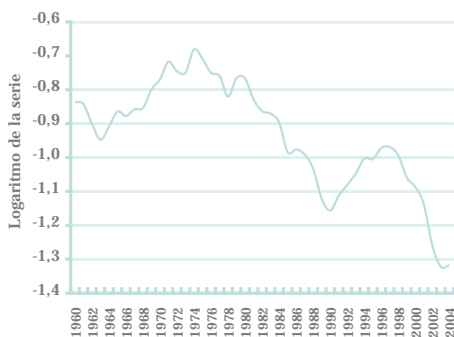


Fuente: BBVA - Banco Francés.



### PIB por Ocupado (Arg / EEUU).

Logaritmo de la serie.



Fuente: BBVA - Banco Francés.

### Modelo PPP ajustada por productividad. Variable proxy de productividad: PIB per cápita.

#### Hipótesis (1)

IPC Arg. / IPC EEUU	se mantiene en el prom. 2004
PIB pc Arg. / PIB pc EEUU	se mantiene en el prom. 2004
Tiempo (años) (2)	1.4
Apreciación (3)	29.8%

Notas: (1) Hipótesis sobre el valor de equilibrio de las variables explicativas. (2) Tiempo estimado por el modelo para lograr el equilibrio una vez que las variables explicativas han alcanzado el valor proyectado. (3) Caída estimada por el modelo con el fin de alcanzar el equilibrio.

Fuente: BBVA - Banco Francés.

### Modelo PPP ajustada por productividad. Variable proxy de productividad: PIB por ocupado.

#### Hipótesis (1)

IPC Arg. / IPC EEUU	se mantiene en el prom. 2004
PIBocup Arg. / PIBocup EEUU	se mantiene en el prom. 2004
Tiempo (años) (2)	1.3
Apreciación (3)	18.8%

Notas: (1) Hipótesis sobre el valor de equilibrio de las variables explicativas. (2) Tiempo estimado por el modelo para lograr el equilibrio una vez que las variables explicativas han alcanzado el valor proyectado. (3) Caída estimada por el modelo con el fin de alcanzar el equilibrio.

Fuente: BBVA - Banco Francés.

recuperar productividad en términos relativos son más marcados. En primer lugar el período que comprende el gobierno de Illia y la llamada Revolución Argentina, y en segundo lugar el ya comentado de los primeros años de la Convertibilidad. Al igual que en el caso de la medida que utiliza el PIB per cápita, en ésta es también clara la pérdida relativa de productividad que verifica Argentina, la cual a principios del período muestral comienza siendo la mitad de la de los EEUU y desciende hasta un tercio en la actualidad.

Utilizando datos anuales para un período muestral que comienza en el año 1960 y que va hasta el 2004 se regresan dos modelos econométricos siguiendo la lógica de la PPA aumentada por el efecto de las productividades relativas según las dos variables de productividad señaladas.

$$LTCN = C(1) + C(2)*LIPC + C(3)*LPIB\_PC + U$$

$$LTCN = C(1) + C(2)*LIPC + C(3)*LPIB\_OCUP + U$$

Donde:

- LTCN es nuevamente el logaritmo natural del tipo de cambio nominal.
- LIPC es el logaritmo del cociente entre el índice de precios minorista doméstico y el de Estados Unidos.
- LPIB\_PC logaritmo del (PIB per cápita de Argentina/PIB per cápita de EEUU).
- LPIB\_OCUP logaritmo de (PIB por ocupado de Argentina/PIB por ocupado de EEUU).

Las ecuaciones de largo plazo que surgen de los mejores ajustes conseguidos mediante un modelo de corrección de errores (MCE) para cada una de las dos especificaciones propuestas son:

$$LTCN = - 4,60164 + 0,92641 * LIPC - 3,47542 * LPIB\_PC$$

$$LTCN = - 1,77081 + 0,96306 * LIPC - 2,19076 * LPIB\_OCUP$$

Los signos obtenidos en las ecuaciones de largo plazo son los esperados a nivel teórico. El coeficiente positivo que acompaña a la evolución relativa de precios establece que si el IPC de Argentina se eleva por encima del de EEUU es necesario que el tipo de cambio nominal (\$/US\$) compense parte de este efecto, según la lógica de la PPA. Por otro lado, si Argentina pierde (gana) productividad respecto a EEUU es de esperar que el tipo de cambio recoja este efecto y en el mediano plazo se deprecie (aprecie) con el fin de mantener la competitividad. Asimismo, el ajuste en ambos modelos es muy superior al alcanzado por el de la PPA pura.

Tomando en consideración ambas ecuaciones de largo plazo, el tipo de cambio actual debería verificar una apreciación (caída) del orden del 29,8% en la variante del PIB per cápita, y del 18,8% en la variante de PIB por ocupado para alcanzar el tipo de cambio de equilibrio. Adicionalmente ambos modelos señalan que de no mediar cambios en los valores de las variables explicativas el equilibrio se alcanzaría en algo menos de un año y medio.

### Modelo de TCR con productividades transables y no transables.

El fundamento del tercer y último modelo que analizaremos se aleja de la teoría de la PPA con el fin de lograr una especificación con mayor sustento microeconómico. En particular utilizaremos la forma reducida que surge del modelo de Obstfeld y Rogoff y sobre la que previamente han trabajado para la Argentina Gay y Pellegrini (ver bibliografía).

El modelo teórico supone la existencia de dos países que producen dos tipos de bienes diferenciados, uno que puede ser intercambiado entre ambos países y que denominaremos bien "transable", y un segundo bien cuya producción es consumida exclusiva e íntegramente en cada uno de los países al cual denominaremos bien "no transable".

Si llevamos el análisis a nivel agregado, en cada país el precio del bien no transable alcanzará el nivel necesario para equilibrar la oferta y la demanda en el mercado interno, dada la imposibilidad de intercambiar el bien con el resto del mundo (el otro país). Por otro lado, el precio del bien transable de cada país será nuevamente el que equilibre el mercado siendo ahora la demanda la sumatoria de las demandas de ambos países.

Si establecemos que el tipo de cambio real es igual a la relación de precios domésticos respecto a los externos, en un punto del tiempo el tipo de cambio real consistente con los supuestos del modelo planteado queda caracterizado por las variables exógenas del mismo, a saber:

- La acumulación de activos externos netos del país (como porcentaje del PBI).
- La productividad relativa entre ambos países en la producción del bien transable.
- La productividad relativa entre ambos países en la producción del bien no transable.
- Los términos del intercambio que representan la relación de precios del bien transable doméstico respecto al bien transable externo.

Siendo la forma funcional la que se expone a continuación:

$$TCR = f [(AEN/PIB); (Prod. Trans. dom/ext); (Prod. No Trans. dom/ext); (ITI)]$$

Nos detendremos a analizar brevemente la evolución seguida por las variables explicativas en el período muestral. El rubro Activos Externos netos registra las tenencias de residentes argentinos (incluido el sector público) de divisas, depósitos en el exterior, bonos y acciones de terceros países e inversión externa directa menos los pasivos públicos y privados de argentinos con el exterior. Durante el período bajo estudio, esta variable ha tenido signo negativo debido a que la deuda externa ha sido siempre superior a las tenencias de activos externos. Mas allá del signo exhibido por los Activos externos netos la dinámica de los mismos ha empeorado su relación respecto al PIB, tendencia que sólo se ve interrumpida a principio de los '90 como resultado de los menores déficit en cuenta corriente (menor acumulación de pasivos), y de la reestructuración de deuda del sector público llevada adelante durante este período como parte del denominado Plan Brady.

La dinámica de los términos del intercambio exhibe a comienzos del período analizado una clara tendencia negativa que tiene su punto de inflexión hacia el año 1987. Ya en la segunda parte de los años '80 la paulatina recuperación que registró el precio internacional de los bienes exportados por Argentina originó mejoras en los términos de intercambio que se mantuvieron hasta la actualidad.

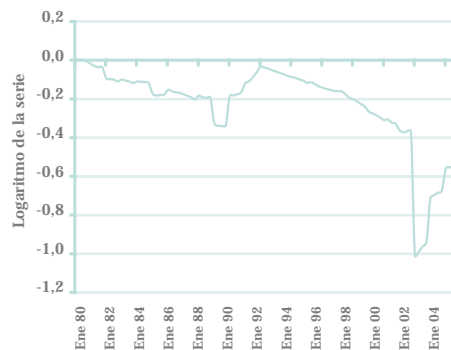
La productividad relativa entre Argentina y los EEUU para la producción de bienes transables resulta ser el cociente entre el producto por trabajador ocupado de Argentina y EEUU para los sectores: i) Agropecuario, ii) Industria, y iii) Minería (incluyendo minería no metálica). De la misma, forma la productividad relativa del sector no transable es el cociente entre el producto por trabajador ocupado de Argentina y EEUU para el resto de los sectores de la economía.

La evolución de la productividad relativa del sector transable, exhibe una clara tendencia negativa sólo interrumpida en los años de mayor expansión de la Convertibilidad. La pérdida de productividad de Argentina frente a EEUU se origina en el sector industrial ya que durante el período analizado el sector agropecuario argentino gana competitividad relativa, aún cuando debe señalarse que en el 2004 la misma era sólo un 50% de la de EEUU. Con el fin de tomar dimensión de los diferenciales de productividad entre ambos países sólo basta señalar que en la actualidad (y a precios de 1993) EEUU es 3,7 veces más productivo que Argentina en el Sector Transable. La productividad relativa en el sector no transable exhibe también una tendencia negativa, aunque en este caso la pendiente es mayor, aún cuando se vuelve a verificar una ligera recuperación durante la primera fase de la Convertibilidad. Nuevamente para tomar dimensión de los diferenciales se señala que en la actualidad (y a precios de 1993) EEUU es 3,2 veces más productivo en el Sector No Transable que Argentina.

Utilizando las series mencionadas para el período muestral que se extiende desde el primer trimestre de 1980 y hasta el cuarto trimestre de 2004 se regresó a la siguiente ecuación bajo la lógica de un modelo de corrección de errores:

$$LTCR = C(1) + C(2) * AEN + C(3) * LT + C(4) * LNT + C(5) * LITI$$

### Activos Externos Netos / PIB. Logaritmo de la serie.



Fuente: BBVA - Banco Francés.

### Índice de Términos de Intercambio. Año base 1993 - logaritmo de la serie.



Fuente: BBVA - Banco Francés.

### Productividad Bs. Transables (Arg/EEUU). Logaritmo de la serie.



Fuente: BBVA - Banco Francés.

**Productividad Bs. No Transables (Arg/EEUU).  
Logaritmo de la serie.**



Fuente: BBVA - Banco Francés.

**Modelo TCR con Prod. Transable  
y No Transable. Hipótesis 1.**

<b>Hipótesis (1)</b>	
AEN	mantiene valores post canje
Product. relativa Trans.	se mantiene en el prom. 2004
Product. relativa No Trans.	se mantiene en el prom. 2004
<b>Tiempo (años) (2)</b>	2.5
<b>Apreciación (3)</b>	35.8%

Notas: (1) Hipótesis sobre el valor de equilibrio de las variables explicativas. (2) Tiempo estimado por el modelo para lograr el equilibrio una vez que las variables explicativas han alcanzado el valor proyectado. (3) Caída estimada por el modelo con el fin de alcanzar el equilibrio.

Fuente: BBVA - Banco Francés.

**Modelo TCR con Prod. Transable  
y No Transable. Hipótesis 2.**

<b>Hipótesis (1)</b>	
AEN	mantiene valores previos al canje
Product. relativa Trans.	se mantiene en el prom. 2004
Product. relativa No Trans.	se mantiene en el prom. 2004
<b>Tiempo (años) (2)</b>	2.5
<b>Apreciación (3)</b>	-9.0%

Notas: (1) Hipótesis sobre el valor de equilibrio de las variables explicativas. (2) Tiempo estimado por el modelo para lograr el equilibrio una vez que las variables explicativas han alcanzado el valor proyectado. (3) Caída estimada por el modelo con el fin de alcanzar el equilibrio.

Fuente: BBVA - Banco Francés.

**Modelo TCR con Prod. Transable  
y No Transable. Hipótesis 3.**

<b>Hipótesis (1)</b>	
AEN	mantiene valores post canje
Product. relativa Trans.	aumenta 10% respecto prom. 2004
Product. relativa No Trans.	aumenta 10% respecto prom. 2004
<b>Tiempo (años) (2)</b>	2.5
<b>Apreciación (3)</b>	20.1%

Notas: (1) Hipótesis sobre el valor de equilibrio de las variables explicativas. (2) Tiempo estimado por el modelo para lograr el equilibrio una vez que las variables explicativas han alcanzado el valor proyectado. (3) Caída estimada por el modelo con el fin de alcanzar el equilibrio.

Fuente: BBVA - Banco Francés.

Donde:

- LTCR es el logaritmo del tipo de cambio real bilateral (\$/U\$S) con EEUU.
- AEN representa los activos externos netos argentinos respecto al PIB.
- LT y LNT es el logaritmo de la productividad relativa entre Argentina y EEUU del sector transable y no transable respectivamente.
- LITI es el logaritmo del índice de términos del intercambio de Argentina.

Se probaron distintos ajustes sobre la ecuación señalada, y en todos los casos el coeficiente que acompaña a la variable Términos del intercambio resultó ser no significativo (en la ecuación de largo plazo). Más allá de lo señalado por el modelo teórico, la variable términos de intercambio no muestra una correlación importante respecto al tipo de cambio real, ni siquiera cuando se la testea de manera independiente.

El resultado obtenido dio origen a la necesidad de trabajar con una ecuación reducida donde se eliminan los términos de intercambio como variable explicativa. De esta forma, la nueva ecuación a estimar fue la siguiente:

$$LTCR = C(1) + C(2) * AEN + C(3) * LT + C(4)* LNT$$

El ajuste logrado para la nueva especificación es satisfactorio, al tiempo que los signos de los coeficientes son los esperados por el modelo teórico. La ecuación de largo plazo que surge del modelo de corrección de errores empleado es:

$$LTCR = 0,60441 - 3,39904 * AEN - 4,78807 * LT + 6,98723 * LNT$$

En función de los resultados que surgen de la ecuación de largo plazo el actual tipo de cambio real debería apreciarse (caer) un 35,8% con el fin de alcanzar el equilibrio que determina los actuales valores de las variables independientes.

Merece una aclaración el supuesto incorporado en la ecuación referente al valor de Activos externos netos. Durante el corriente año el gobierno argentino llevó adelante un canje de deuda pública mediante el cual redujo el nivel de deuda externa en un monto cercano a los US\$ 14.500 millones, es decir en un 16% del total de los pasivos externos existentes antes del canje. Debe tenerse en cuenta que al reducirse los pasivos externos el país puede sostener un tipo de cambio real más apreciado ya que no requiere un superávit comercial tan elevado para atender los servicios de la deuda.

En función de lo comentado creímos oportuno adicionalmente presentar el resultado arrojado por la ecuación bajo la hipótesis que los activos externos netos se hubiesen mantenido en niveles pre-canje. El resultado de este ejercicio establece que el tipo de cambio debería aún haberse depreciado (aumentado) en un 9,0% adicional respecto a los niveles actuales.

Por último realizamos un tercer ejercicio bajo la hipótesis de que Argentina en los próximos años recupere un 10% de la productividad perdida frente a EEUU durante los años de recesión, esto tanto en el sector transable como en el sector no transable. Bajo estos supuestos el modelo señala que el tipo de cambio real debería apreciarse (caer) en aproximadamente un 20% para alcanzar el equilibrio. Obsérvese que al aumentar las productividades relativas de ambos sectores en similar proporción la apreciación resulta ser inferior a la arrojada tomando en consideración los supuestos de nuestro primer escenario (las productividades se mantienen en los niveles actuales), lo cual surge como resultado que el aumento de productividad relativa en el sector no transable, que arrastra un mayor salario real para toda la economía, cuenta con un peso mayor y signo positivo en la ecuación.

**Conclusiones.**

El presente trabajo intenta dar respuesta a la pregunta: ¿cuál es el tipo de cambio de equilibrio dado los actuales fundamentals? El fin último del mismo es poder dar una medida del desvío que el tipo de cambio observado muestra respecto a este equilibrio.

La primera conclusión del trabajo es que sin importar el modelo que consideremos más apropiado, todos ellos señalan que el actual tipo de cambio está por encima del nivel de equilibrio, o lo que es lo mismo el actual valor del peso está subvaluado.

Ahora bien, cuando se intenta establecer cuál es el nivel necesario de apreciación (caída) del tipo de cambio para alcanzar el equilibrio, aquí los distintos modelos no arrojan un único valor, sino que las estimaciones se encuentran en un rango que van desde un 35% a un 18%.

Finalmente un punto a ser destacado es que los dos primeros modelos presentados (PPA y PPA ajustado por productividad) toman como variable dependiente al tipo de cambio nominal, mientras que en el último modelo mostrado la variable a ser explicada es el tipo de cambio real. Esta diferencia, en sí no implica un inconveniente dado que si se está trabajando con modelos cuya variable dependiente es el tipo de cambio nominal y el objetivo es analizar la evolución del tipo de cambio real, las caídas proyectadas para el tipo de cambio nominal son en la práctica caídas del tipo de cambio real dado que la relación de precios, por construcción, se fija en su nivel de equilibrio.

No obstante, el modelo que utiliza como variable dependiente al tipo de cambio real, a diferencia de los dos anteriores, otorga una mayor flexibilidad, ya que la caída en el tipo de cambio real que establece el modelo para llegar al equilibrio puede ser lograda tanto a partir de una apreciación del tipo de cambio nominal como de un aumento en los precios relativos (entre países).

## Perspectiva de la próxima campaña agrícola.

### Producción y Exportación: comparación campaña actual y próxima.

Principales Cultivos	Campaña 2004/2005			Campaña 2005/2006		
	Producción Miles de tn	Exportaciones		Producción Miles de tn	Exportaciones	
		Miles de tn	US\$ mill		Miles de tn	US\$ mill
Trigo	16.000	11.000	1.428	12.125	7.000	1.015
Maíz	19.700	13.000	1.196	18.200	12.000	1.332
Soja	38.800	9.000	2.118	39.102	9.200	2.144
Girasol	3.650	100	27	3.924	100	25
<b>Subtotal</b>	<b>78.150</b>	<b>33.100</b>	<b>4.770</b>	<b>73.351</b>	<b>28.300</b>	<b>4.516</b>

Fuente: BBVA en base a datos de SAGPyA, INDEC, BC.

### Resumen Ejecutivo.

El récord de la actual campaña, superior a los 84 millones de toneladas de granos, está basado en las mayores producciones históricas de trigo, maíz y soja.

En el agregado, esperamos que la cifra de la campaña 2005/2006 no alcance los parámetros de la actual campaña. Las caídas que registrarán las producciones de trigo y, en menor medida, el maíz serán parcialmente compensadas con aumentos en soja y girasol. Adicionalmente se espera que el precio de los cultivos castigados (trigo y maíz) recupere el próximo año ayudando a atemperar los efectos de la caída en la producción.

### Fortalezas.

- Argentina tiene todas las condiciones necesarias para el desarrollo de una agricultura sustentable. No sólo se autoabastece de granos sino que genera importantes excedentes exportables que lo convierten en un país importante dentro del comercio mundial.
- La rentabilidad del sector depende mucho más del comercio internacional que del consumo local, lo cual lo exime de estar sujeto a los vaivenes de la economía nacional.
- El campo fue destino de importantes inversiones durante la década del '90 que le permitieron a nuestro país contar con un alto nivel de tecnología para el desarrollo de estas actividades. Actualmente, nuestro país sigue en la frontera de incorporación de nueva tecnología. De hecho recientemente se han aprobado nuevas variedades de maíz transgénico más resistentes.
- Argentina es un importante jugador en el comercio internacional de granos: en el año 2004 el total de exportaciones agrícolas alcanzó a US\$ 11.612 millones, lo que representa casi un 34% de nuestras exportaciones totales, con altas chances de aumentar esta proporción en el corriente año.

### Debilidades.

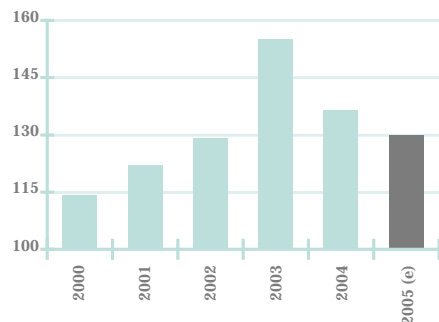
- En este Mercado los precios son marcadamente volátiles, dependiendo de factores no controlables como las cuestiones climáticas tanto locales como del resto del mundo. Adicionalmente cualquier posible decisión sobre las cantidades a producir es altamente dependiente de los precios al momento de la siembra.
- La soja continúa su hegemonía en el patrón de cultivos y, al igual que en las últimas campañas, se habla de "sojadependencia" y de los problemas de deterioro de la tierra derivados del monocultivo.
- Un riesgo latente sobre las amplias plantaciones de soja en Argentina es la roya. Esta es una enfermedad altamente destructiva causada por dos especies de hongos, uno originario de Asia y otro de Sudamérica, que afectan las plantaciones de soja, lo que conllevaría a fuertes pérdidas en el cultivo. Hasta el momento se han detectado pocos casos en la zona de mayor riesgo (provincias del norte del país que limitan con Paraguay y Brasil) pero se está trabajando en prevención y monitoreo de la plaga para su control.
- El sector está sujeto a retenciones por parte del Gobierno que pueden influir significativamente en las decisiones de producción al reducir la rentabilidad.

### Producción y Exportación: comparación campaña actual y próxima.

Principales Sub productos	Campaña 2004/2005			Campaña 2005/2006		
	Industria y Stock (miles tn)	Exportaciones		Industria y Stock (miles tn)	Exportaciones	
		Miles de tn	US\$ mill		Miles de tn	US\$ mill
Aceite de Soja	29.800	5.000	2.390	29.902	5.150	2.472
Pellets de Soja		22.500	4.079		22.600	4.181
Aceite de Girasol	3.550	1.000	608	3.824	1.100	605
Pellets de Girasol		1.100	69		1.150	75
<b>Subtotal</b>	<b>33.350</b>	<b>29.600</b>	<b>7.147</b>	<b>33.726</b>	<b>30.000</b>	<b>7.333</b>

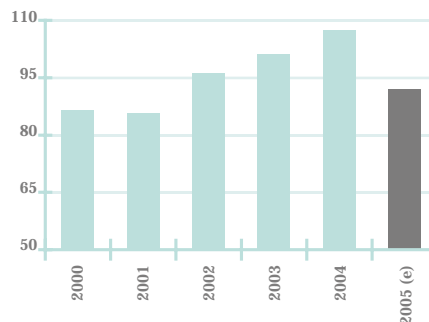
Fuente: BBVA en base a datos de SAGPyA, INDEC, BC.

### Precio del Trigo: US\$ tn FOB Puertos Argentinos.



Fuente: BBVA en base a datos de SAGPyA, INDEC, BC.

### Precio del Maíz: US\$ tn FOB Puertos Argentinos.



Fuente: BBVA en base a datos de SAGPyA, INDEC, BC.

## Récord de la Campaña 2004-2005.

La producción de granos argentina alcanzó un nuevo récord durante la cosecha 2005, que se estima en alrededor de los 84 millones de toneladas. Esta excelente campaña pudo lograrse gracias a la recuperación de la producción de trigo que llegó a los 16 millones de toneladas y la suba del maíz hasta los 19 millones de toneladas. Por su parte, la soja ganó un nuevo récord, ya que con un total de 38,8 millones de toneladas aportó el 46% de lo cosechado. También se verificaron crecimientos en sorgo, girasol, algodón, maní y arroz, que aportaron lo suyo para lograr la campaña récord.

La próxima campaña 2005/2006 estará afectada por las actuales condiciones climáticas, ya que la falta de precipitaciones no ha permitido una recarga adecuada de los suelos en gran parte del área prevista para trigo. De manera que las hectáreas que no se destinen a trigo podrán ser utilizadas para los cultivos girasol o bien soja cuyos períodos de siembra se extienden unos meses más.

## Principales cultivos y subproductos.

### Trigo.

La campaña 2004/2005 aportó 16 millones de toneladas de trigo, con un alto rinde promedio nacional de 2,64 tn/ha. Se estima que el saldo exportable concluirá en el orden de los 11 millones de toneladas que, a un precio promedio FOB en puertos argentinos de US\$ 130 la tonelada, aportaría unos US\$ 1.430 millones, siendo Brasil y Egipto los principales destinos.

La campaña 2005/2006 –que se inició en mayo, con la siembra- comenzó con una superficie a sembrar similar a la campaña anterior, sin embargo, los déficit hídricos de las principales zonas trigueras del país hace que sólo se tengan unos 5 millones de hectáreas sembradas (un 20% menos que en la campaña 04/05) con lo cual la producción del próximo año podría alcanzar a los 12,1 millones de toneladas (casi 3,9 millones de toneladas menos que la campaña 04/05), un volumen insuficiente para poder satisfacer los mercados habituales.

La falta de hidraulicidad acompañada por la disminución de la rentabilidad económica que presentaba este cultivo al momento de decidir la siembra (marzo-05) ha tenido una incidencia directa en los productores a volcarse a los cultivos de verano. De todas maneras, la recuperación de los precios ha mejorado las perspectivas del cultivo.

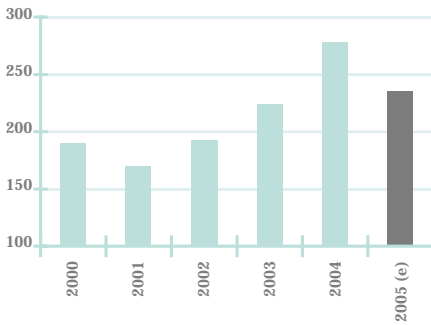
Efectivamente, esperamos que –en promedio- el trigo se ubique en torno a los US\$ 130 por tonelada para este año, esto es, casi un 5% por debajo de la campaña anterior.

Las sequías no sólo tuvieron lugar en nuestro país, sino que también afectaron a otros países productores, haciendo que el precio del trigo mostrara una tendencia ascendente en lo que va de este año luego de que en enero tocara valores por debajo de los US\$ 100 la tonelada.

En efecto, la proyección mundial sitúa a la producción de trigo unos 10 millones por debajo de la campaña anterior –a pesar del récord de producción argentino- lo que estaría haciendo aumentar los precios a lo largo del 2005. No obstante, y a pesar de haber alcanzado los US\$ 140 la tonelada en el mes julio, el promedio del año se ubicaría, como mencionamos, próximo a los US\$ 130 por tonelada.

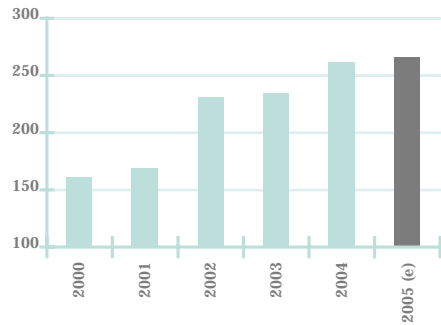
Según el último informe del USDA, las exportaciones mundiales de trigo alcanzan a los 108 millones de toneladas, lo que equivale a la tercera parte de la comercialización de granos. Los principales exportadores son Estados Unidos (26,7%), Canadá (13,9%), Australia (13,7%), EU 25 (12,5%) y Argentina (10,0%).

**Precio de la Soja:**  
US\$ tn FOB Puertos Argentinos.



Fuente: BBVA en base a datos de SAGPyA, INDEC, BC.

**Precio del Girasol:**  
US\$ tn FOB Puertos Argentinos.



Fuente: BBVA en base a datos de SAGPyA, INDEC, BC.

**Maíz.**

La superficie sembrada de maíz en esta campaña que acaba de finalizar fue de 3,4 millones de hectáreas que, a un rinde promedio de 6,9 tn/ha, determinó una cosecha de 19,7 millones de toneladas. Se estima que la exportación podría alcanzar los 13 millones de toneladas que, a un precio promedio de US\$ 92 por tonelada, permitirían un ingreso del orden de los US\$ 1.200 millones, sobre destinos muy diversificados que encabezan Egipto, Malasia, España y Argelia.

Al igual que ocurriera con el trigo, el maíz inició el año 2005 con un precio muy bajo pero las expectativas de que Estados Unidos (el principal productor mundial de este cultivo) bajaría su volumen de producción en 38,7 millones de toneladas respecto a la campaña 2004/2005 impulsaron los precios por encima de los US\$ 100 la tonelada (Fob Puertos argentinos).

Este nuevo escenario estimulará las siembras del ciclo 2005/2006 a partir del mes de septiembre en el Hemisferio Sur, en donde ya se estiman incrementos de superficie tanto en Argentina como en Brasil.

En nuestro país podrían sembrarse unas 3,5 millones de hectáreas si las condiciones climáticas son aceptables con lo cual cabría esperarse un volumen por encima de los 18 millones de toneladas a rindes promedios.

Estados Unidos es el primer productor del mundo con una participación del 42% del total. En materia de exportaciones, se comercializan alrededor de 77 millones de toneladas a nivel mundial de acuerdo al último informe del USDA. Estados Unidos también ocupa el primer lugar como exportador con el 60,7% del total, mientras que Argentina se constituye en el segundo exportador mundial con una participación del 18,3%; lejos, en el tercer puesto está Sudáfrica con el 2,6%.

**Soja.**

Con una superficie sembrada ligeramente inferior a la campaña anterior y un rinde promedio de 2,7 tn/ha., la soja vuelve a establecer un nuevo récord de 38,8 millones de toneladas. Esto a su vez plantea nuevos máximos en las cantidades de este grano para exportar e industrializar. Se estima que las exportaciones alcanzarán este año unos 9,0 millones de toneladas que, a un precio promedio de US\$ 235 por tonelada, significarían ingresos al país del orden de los US\$ 2.118 millones. De este total exportado, China absorbe el 80%.

Los precios de la soja -que estaban en baja desde el tercer trimestre del 2004- comienzan a recuperarse a partir de marzo de este año cuando las sequías comenzaron a afectar los cultivos. En cuanto en valores cuantitativos, sólo en Estados Unidos las expectativas caen 6,8 millones de toneladas. Poco a poco, en el ámbito local, pasamos de US\$ 204 la tonelada en febrero a casi US\$ 250 por tonelada en Julio, lo que mejora la rentabilidad del cultivo en plena cosecha.

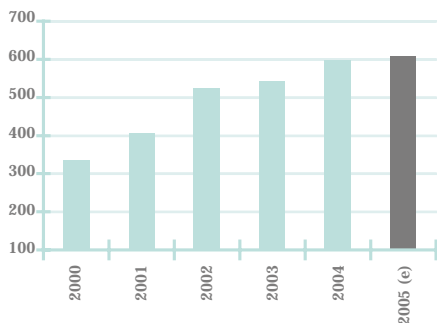
Para la campaña 2005/2006 que comienza a sembrarse se estima que en Argentina, estimulados por esta mejora de los precios puede alcanzarse una superficie de 15 millones de toneladas hecho que nos permitiría superar los 39 millones de toneladas, lo que marcaría un nuevo récord.

Anualmente se comercializan unas 64 millones de toneladas de soja. Argentina es el tercer productor mundial y contribuye con un 8,2% al total de exportaciones mundiales, siguiendo a Estados Unidos (47,8%) y Brasil (31,2%).

**Girasol.**

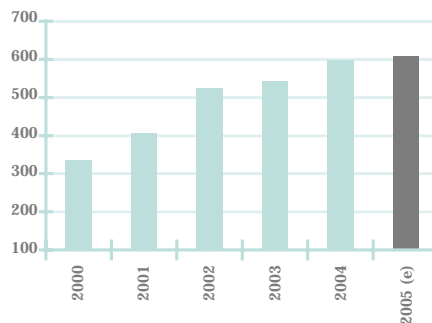
Esta campaña la superficie implantada con Girasol alcanzó las 1,9 millones de hectáreas que a un rinde promedio de 1,92 tn/ha. arroja una producción cercana a los 3,65 millones de toneladas superando casi un 15% las cifras conseguidas en la campaña anterior.

### Precio del Aceite de Girasol: US\$ tn FOB Puertos Argentinos.



Fuente: BBVA en base a datos de SAGPyA, INDEC, BC.

### Precio del Aceite de Girasol: US\$ tn FOB Puertos Argentinos.



Fuente: BBVA en base a datos de SAGPyA, INDEC, BC.

Los precios volverán a mostrar un ligero incremento en promedio durante el año 2005 respecto de lo registrado en 2004. Actualmente el precio ronda los US\$ 245 por tonelada frente a los US\$ 238 de inicios del año.

Los buenos precios del grano propiciaron un aumento en el área sembrada para la próxima campaña 2005/2006 la cual llegaría a los 2,3 millones de hectáreas.

En el ranking de productores, el primer lugar lo ocupa Rusia (18,3%), seguida por Ucrania (16,3%), Europa Central (14,8%) y Argentina en cuarto lugar con el 12% de la producción mundial. El comercio mundial de girasol alcanza a los 8 millones de toneladas, de las cuales Argentina contribuye con el 33%.

### Aceites y Pellets.

La demanda de aceites y pellets de soja será alta a lo largo de todo el corriente año pero con una oferta mundial también elevada lo que se traduce en algunas bajas de precios. La exportación de sus aceites puede alcanzar este año los 5 millones de toneladas aportando unos ingresos al país del orden de los US\$ 2.390 millones. China con el 36% e India con el 26% son nuestros principales compradores. De esta manera, Argentina aporta más del 50% de estas exportaciones mundiales. Tras Argentina, en el ranking de exportadores de aceite de soja sigue Brasil con el 28% del total.

Los embarques de pellets de soja llegarán a un récord de 22,5 millones de toneladas que aportarán una suma superior a los US\$ 4.000 millones siendo los países europeos los principales destinos de nuestras exportaciones. Al igual que para aceites de soja, en los pellets Argentina es el primer exportador mundial, seguido por Brasil.

En cuanto a los aceites y pellets de girasol, a lo largo de esta campaña se verificarán incrementos en las cantidades industrializadas, con significativos aumentos en las cantidades exportadas en ambos conceptos.

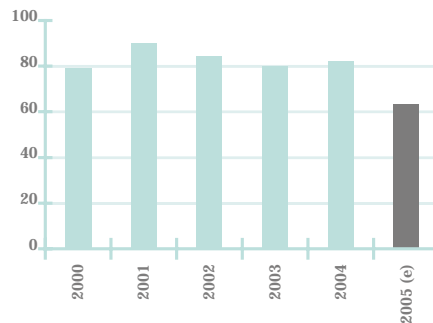
Adriana Haring | aharing@bancofrances.com.ar

### Precio de los Palletes de Soja: US\$ tn FOB Puertos Argentinos.



Fuente: BBVA en base a datos de SAGPyA, INDEC, BC.

### Precio de los Palletes de Girasol: US\$ tn FOB Puertos Argentinos.



Fuente: BBVA en base a datos de SAGPyA, INDEC, BC.



## 4. Entorno Financiero.

### La política monetaria en 2005.

El Banco Central cumpliría con los objetivos cuantitativos de base monetaria correspondientes a la banda superior de su programa de este año. Estos objetivos se han podido cumplir en parte mediante medidas que apuntaron a la reducción de las reservas excedentes de los bancos (cuenta corriente en el BCRA y efectivo en caja), que ya cayeron un 9% este año. Por otro lado, la actuación sobre el nivel del circulante en poder del público fue más limitada ya que este agregado aumentó un 16% en los primeros 8 meses del 2005, superando las estimaciones para todo el año presentadas oportunamente en el Programa Monetario.

Hasta el mes de agosto la intervención del Banco Central en el mercado cambiario acumuló unos US\$ 6.800 millones, cifra muy importante que obligó a realizar una absorción de pesos por un nivel casi similar y sobre todo a través de la colocación de Letras y Notas.

Si bien esperamos que el excedente de dólares proveniente del sector externo siga siendo igual de significativo en lo que resta de este año, es posible que el Banco Central tenga espacio suficiente para alcanzar las metas preestablecidas tomando medidas tendientes a reducir contablemente las reservas bancarias en los próximos meses, y continuando con una suave suba de tasas como la que se ha observado en el año. En suma, aún cuando el BCRA cumpliría con la banda superior de su Programa Monetario, el crecimiento de otros agregados monetarios muestran un sesgo expansivo (ver sección Inflación en Entorno Macroeconómico).

### Liquidez y préstamos.

El año 2005 volvió a destacarse por la fuerte acumulación de liquidez del sistema financiero. La sumatoria de Letras y Notas (estimada), pases e integración del efectivo mínimo representó -en promedio- casi el 42% del total de los depósitos en el mes de agosto, un aumento de 4 puntos porcentuales frente a diciembre del año anterior.

Esta acumulación de liquidez ha sido impulsada por las necesidades de absorción del Banco Central y, si bien los préstamos en pesos vienen creciendo a tasas considerables desde el año 2004, la mayor parte de la capacidad prestable generada por el incremento de los depósitos ha sido inmovilizada como se observa en el cuadro. Por otro lado, como los depósitos oficiales fueron los que más crecieron en el período 2003-2004, por razones obvias estos fondos fueron inmovilizados.

Al mes de agosto los préstamos al sector privado en moneda local crecieron por encima de los \$5.500 millones, lo que representa un 16,2% acumulado en el año, tasa que es comparativamente algo más alta que la verificada para igual período del año pasado (14,5%). Lo anterior sugiere que este año los préstamos al sector privado alcanzarán el crecimiento más alto del período post-devaluación (más aún si incluimos también los préstamos en dólares al sector privado).

Si bien es posible que los préstamos no hayan crecido aún más por temas ajenos a la política monetaria como por ejemplo restricciones por el lado de la demanda, producto de las incertidumbres propias de los demandantes de crédito sobre su nivel de ingresos futuros, una política monetaria más contractiva en términos de seguir absorbiendo liquidez podría llegar a perjudicar en algún momento su actual ritmo de crecimiento.

### Durante este año la distribución de los depósitos favoreció al sector privado.

El excedente fiscal de los años 2003 y 2004 permitió que durante esos años el sector público más que triplicara su stock de depósitos en detrimento de la acumulación de ahorro bancario del sector privado. En el corriente año la

Mill. de \$ promedios mensuales	Reservas bancarias 1/	Billetes y monedas del público	BMA
<b>Observado:</b>			
Dic-04	18,847	31,898	50,746
Aug-05	17,213	37,083	54,296
Var. ago-05 / dic-04	-1,634 -9%	5,185 16%	3,550 7%
<b>Banda superior PM:</b>			
Dic-05	21,813	35,082	56,895
Var. dic-05 / dic-04	2,966 16%	3,184 10%	6,149 12%

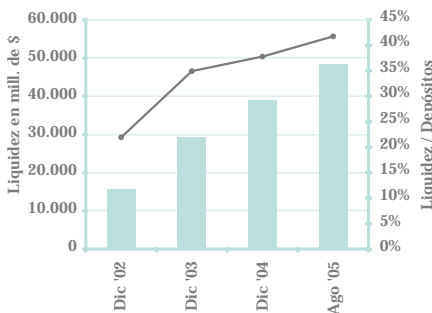
1/ Cuenta corriente del BCRA y efectivo en caja.

Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

### Variación ene-ago 05. en millones de pesos.

BMA	3,051
<b>Intervención cambiaria</b>	
en mill.\$	19,666
mill.US\$	6,778
<b>Crédito interno neto</b>	
Letras y Notas	-9,169
Redescuentos y Pases	-5,914
Otros	-1,531

Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.



■ Liquidez Total en \$

↗ Liquidez/Depósitos totales en \$

Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

capacidad de acumular excedentes del sector público se debilitó por tres motivos principales: reestructuración de la deuda en default, falta de acuerdo con el FMI y agotamiento del financiamiento del Banco Central mediante adelantos. En consecuencia, prácticamente todo el aumento de liquidez en depósitos se distribuyó hacia el sector privado. Estos depósitos crecieron hasta agosto, en términos anualizados un 22,4%, frente al 11% anual de los dos años anteriores.

Estimamos que esta coyuntura se repetiría durante el 2006 dado que el sector público no volvería a tener capacidad para acumular excedentes tan importantes, a menos que las condiciones de los mercados de deuda le fuesen tan favorables que permitiesen renovar una parte más importante de los vencimientos, incluyendo aquella correspondiente a los organismos internacionales de crédito. Por el contrario, el Gobierno ha manifestado su voluntad de reducir el endeudamiento neto de Argentina y, por el momento, entre enero y agosto se han renovado sólo el 35% de las amortizaciones totales de deuda del período.

En consecuencia, la redistribución de los depósitos volvería a favorecer al sector privado el año próximo. Dado que los agregados monetarios del sector privado por motivos transaccionales (circulante y depósitos en cuentas corrientes y de ahorro) han mostrado tasas de crecimiento interanuales fuertemente positivas y mayores al crecimiento de la economía, continúa la preocupación de si este hecho no podrá afectar en el mediano plazo los índices de inflación.

### La tarea de esterilización del BCRA se haría más complicada en 2006.

Aún no se han anticipado cuáles serán los lineamientos del Programa Monetario del año próximo aunque según la Carta Orgánica del Banco Central, el programa debería ser difundido antes del comienzo del ejercicio anual. Por lo pronto, el Presidente del BCRA ha sostenido recientemente que se seguirá una política prudencial de acumulación de reservas como estrategia preventiva para mitigar posibles shocks financieros externos. De definirse por esta línea, el objetivo implícito de mantener el tipo de cambio nominal también estaría asegurado. Para ello, el Banco Central debería comprar todas las reservas excedentes del sector externo, absorbiendo paralelamente pesos para no afectar la tasa de inflación. Creemos que es posible que el Programa Monetario para el año 2006 no incluya metas cuantitativas de emisión de dinero como en los últimos años dado que las autoridades del Banco Central parecen inclinarse por una mayor flexibilidad en ese sentido, aún así, para estimar el resultado cuasifiscal del año próximo necesitamos introducir, como veremos después, una previsión de crecimiento de la base monetaria.

En el cuadro, presentamos algunas estimaciones donde incluimos la proyección de excedente de dólares del sector privado del próximo año de casi US\$ 14.000 millones. Este superávit de balanza cambiaria es sólo levemente inferior al del 2005 porque la reducción del superávit comercial es parcialmente compensada por la mayor entrada de capitales post-reestructuración de deuda (Ver Recuadro sobre Movimiento de Capitales) Suponemos, adicionalmente un crecimiento de la Base Monetaria Amplia del orden del 13%, ligeramente por debajo del crecimiento proyectado del PIB nominal, dado que se debería apuntar a controlar cualquier desequilibrio monetario. Suponemos que una parte del excedente externo es comprado por el sector público para cumplir con sus obligaciones de deuda en moneda extranjera (aproximadamente un tercio ya que no conocemos con precisión cómo será el programa financiero del gobierno) y que el resto debería ser esterilizado.

Mientras que la intervención cambiaria o excedente de dólares del sector privado sería similar al del presente año, el esfuerzo de absorción debería ser más fuerte para mantener dentro de ciertos límites la emisión de dinero primario. De aquí se deduce que la política monetaria podría tener menos grados de libertad para cumplir con los objetivos de incrementar el nivel de reservas internacionales y mantener dentro de márgenes tolerables la tasa de inflación, sin presionar excesivamente sobre las tasas de interés. Nuestra impresión es que la tasa de interés nominal seguirá aumentando y hacia fines del año próximo se haría neutra en términos reales.

Mill. de \$ promedios mensuales	Liquidez total en \$ 1/	Préstamos al sector privado en \$	Depósitos totales en \$
Dic-02	15,699	30,707	71,561
Dic-03	29,304	26,834	83,831
Dic-04	38,909	34,116	102,884
Aug-05	48,418	39,642	115,851
<b>Var.:</b>			
2003	13,605	-3,873	12,270
2004	9,605	7,282	19,053
2005	9,509	5,526	12,967

1/ Integración de efectivo mínimo + Pases pasivos + Lebac/Nobac (suponiendo que el 100 % de Lebac está en poder de los bancos.

Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

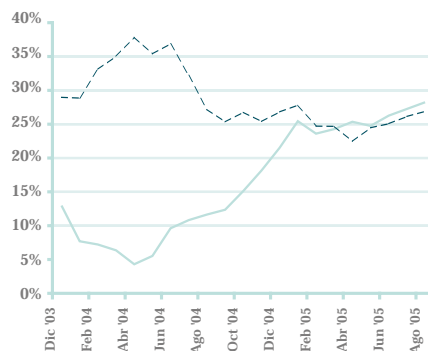
### Depósitos Totales.

Cifras en mill. de \$	Total \$ + US\$			
	Públicos	Privados	Total	Priv./Total
Dic-02	7,813	65,942	74,484	89%
Dic-03	15,391	73,160	89,452	82%
Dic-04	32,357	81,186	114,593	71%
Aug-05	32,665	92,917	127,026	73%
<b>Var. %:</b>				
2003	97.0%	10.9%	20.1%	
2004	110.2%	11.0%	28.1%	
2005 1/	1.4%	22.4%	16.7%	

1/ Agosto 2005 anualizado.

Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

### Agregados monetarios. Tasas de crecimiento interanual.



— Circulante en poder del público.  
 .... M2 privado (S + US\$).

Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

## El superávit cuasifiscal del BCRA se podría deteriorar:

Recientemente fueron difundidas las cifras del resultado del BCRA del año 2004. En dicho año el resultado cuasifiscal del BCRA fue positivo en cerca de \$1.300 millones. En grandes líneas, esta cifra resulta de netear los egresos por intereses pagados sobre Letras, Notas y Pases Pasivos a los ingresos por intereses obtenidos de reservas internacionales, redescuentos y títulos públicos.

Tomando como hipótesis que el Banco Central planea sostener una política monetaria consistente en acumular reservas y absorber pesos, conforme al análisis del punto anterior, trabajamos con un ejercicio intentando medir el posible impacto cuasifiscal (resultado del BCRA) de dicha política. Los resultados son preliminares ya que el modelo es sensible y exige hacer gran cantidad de supuestos, algunos de los cuales se detallan a continuación:

1. Política monetaria: durante el 2005 se cumple con el programa monetario (banda superior). En el 2006 la base monetaria crece 13% en punta.
2. El TCN se mantiene constante en los niveles actuales.
4. El rendimiento de las reservas aumenta acorde al aumento de la tasa de interés internacional que prevén los analistas.
5. El stock de Letras, Notas y Pases aumenta un 50% en el 2006 con respecto al año 2005 para contener la expansión monetaria generada por el sector externo.
6. Suponemos que el stock de letras y notas ajustable por CER que vence el año próximo se renueva totalmente a tasa fija, pero si no fuera así, el resultado cuasifiscal podría ser más desfavorable.

Estimamos que el resultado del 2005 también sería positivo pero algo inferior debido principalmente a que los pasivos del BCRA (Letras, Notas y Pases) seguirían creciendo más rápido que los activos (esencialmente reservas internacionales). Dicha situación podría no compensar el comportamiento favorable de las tasas puesto que en el 2005 subió el rendimiento promedio de las reservas internacionales, mientras que la tasa promedio implícita pagada por las letras tendría una ligera baja o se mantendría.

Lo anterior se explica por la estrategia del BCRA a mantener tasas a costa de reducir el plazo promedio de las emisiones. Esta estrategia no deja de implicar ciertos riesgos porque ha llevado a que los vencimientos mensuales de Letras oscilen alrededor de los \$4.000/5.000 millones. La tasa que utilizamos para los cálculos es una tasa implícita contable que incluiría tanto el devengamiento de las letras a tasa fija como las ajustables por CER. En caso que se deseara descomprimir los vencimientos, las tasas de los plazos mayores deberían subir.

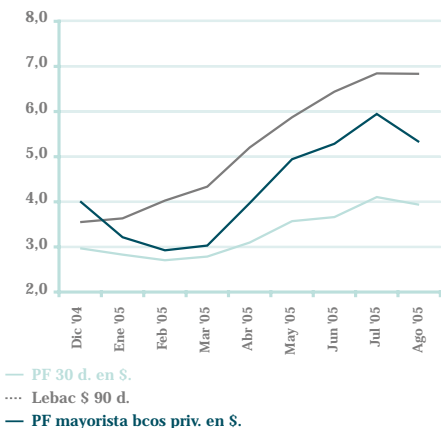
Con nuestra estimación de intervención cambiaria y variación de reservas para el año 2006, prevemos que el resultado cuasifiscal positivo se reducirá en la medida que la tasa de interés real implícita pagada por las letras tienda a hacerse gradualmente nula hacia fin de año (frente a tasas reales negativas en 2005). Pensamos que éste sería el escenario más probable, pero si el ajuste de tasas fuese más fuerte, el BCRA podría pasar a tener un resultado nulo o incluso un déficit. En cualquier caso, el modelo actual del BCRA (comprar dólares de manera importante, sostener el tipo de cambio y seguir absorbiendo a través de Lebac) comenzaría a mostrar una tendencia a agotarse.

### Estimaciones preliminares.

	Excedente dólares sector externo (mill. US\$)	Crédito interno neto (mill. \$)	BMA (mill. \$ prom. fin periodo)
2005 (e)	14,516	-17,977	56,895
2006 (e)	13,984	-18,657	64,291
variación	-4%	4%	13%

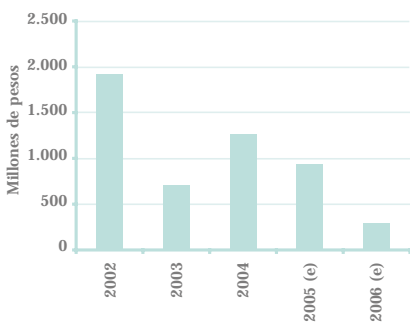
Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

### Principales tasas de interés del mercado.



Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

### Resultado cuasifiscal BCRA.



Fuente: BBVA en base a datos del BCRA.

## Los flujos internacionales de capital en Argentina.

### Introducción.

El análisis de los flujos de capital hacia Argentina en los años recientes es muy singular, debido a la ruptura de la Convertibilidad a fines del 2001, posterior declaración de default de la deuda soberana y una reestructuración que recién se efectivizó a mediados del corriente año. Aún en este difícil entorno, en los últimos 3 años, el Banco Central acumuló US\$10.000 millones de reservas. La mayor parte de este flujo de divisas se debe al importante superávit obtenido en la balanza comercial que alcanzó en 2002 un récord de 16% del PIB. Aunque este excedente se ha reducido (llegaría a 5,7% del PIB en 2005), el ritmo de acumulación de reservas del BCRA se mantiene gracias a la recuperación de los flujos de capitales.

### Las entradas de Flujos de Capitales en Argentina antes y después de la crisis del 2002.

A partir de 1992 y con anterioridad a la crisis de Rusia en agosto de 1998, Argentina recibía en promedio una entrada de capitales de alrededor de US\$ 20.000 millones por año. Neto de salidas de capital, el flujo alcanzaba US\$ 12.100 millones anuales, repartido prácticamente en partes iguales entre sector privado y público.

Durante este período, las entradas de capital correspondientes a inversión extranjera directa representaron solamente un 27% de los ingresos ya que la parte del león (64%) se la llevó el endeudamiento. Las inversiones de cartera en acciones fueron el rubro menos significativos y no alcanzaron siquiera al 10 % del total de ingresos de capital durante el período de auge.

Tras la crisis rusa y con la propia crisis argentina en ciernes, las entradas de capital se redujeron prácticamente a la mitad y entre 1998 y 2001, la IED pasó a representar un 74% del total, influida notablemente por la compra de YPF por parte de Repsol.

Luego del default anunciado a fines de 2001, se produjo una abrupta reversión de los flujos y al "capital flight" de los propios argentinos (casi US\$ 7.800 millones en 2002) se sumó un fuerte proceso de cancelación de préstamos y bonos corporativos por parte del sector privado (US\$ 7.200 millones anuales). El sector público se financió principalmente mediante atrasos. En este contexto, los únicos flujos positivos fueron los correspondientes a la inversión extranjera directa que se mantuvo en torno a US\$ 2150 millones en 2002, principalmente por aportes de accionistas (capitalización de deudas con casas matrices) ya que las empresas multinacionales debieron en muchos casos inyectar capital para mantener sus sucursales y subsidiarias locales a flote con posterioridad a la devaluación y pesificación. En los años subsiguientes, los aportes de capital continuaron representando la mayor parte de la IED, mientras que los cambios de mano (que durante la Convertibilidad ascendían a 45% del total de IED) se redujeron a niveles prácticamente negligibles.

### Los Flujos de Capital recién volvieron tras el canje.

En los años post-crisis, signados por bajos niveles de tasas de interés internacional y escasa aversión al riesgo de los inversores, Argentina no pudo aprovechar plenamente las mejores condiciones de financiación ya que recién a mediados de 2005 finalizó el proceso de reestructuración de deuda pública en default. La recuperación de la economía y la confianza interna, sin embargo, se evidenciaron en una significativa reducción de las salidas de capital que pasaron de casi US\$ 8.000 millones en 2002 a US\$ 2.400 millones en 2004.

Recién en 2004, volvieron a producirse entradas de capital para el sector privado. El crédito comercial, de escasa significación durante la Convertibilidad, creció en importancia hasta alcanzar más de US\$ 1.000 millones al año. Las empresas multinacionales mantuvieron el acceso al crédito de sus proveedores globales y pudieron financiar las importaciones por esta vía a pesar del

Tabla 1: Movimientos de capital en 90's y 2002.

Flujos promedio anuales	1T92-2T98	3T98-4T01	1T02-4T02
	en millones de US\$		
1. IED	5,495	7,591	2,149
2. Inv. Cartera	12,999	279	-5,117
Títulos deuda	11,038	326	-5,001
Acciones	1,962	-47	-116
3. Crédito Comercial	188	95	-372
4. Préstamos	1,673	4,256	-8,466
5. Otros Pasivos	204	-1,921	-1,827
6. Atrasos	0	0	9,616
<b>Total entrada capitales</b>	<b>20,561</b>	<b>10,300</b>	<b>-4,018</b>
<b>Total salida capitales</b>	<b>-8470</b>	<b>-2378</b>	<b>-7792</b>

Fuente: BBVA Banco Francés sobre Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos Ministerio de Economía.

Tabla 2: Movimientos de capital post-crisis.

Flujos promedio anuales	2003	2004	1T 2005
	en millones de US\$		
1. IED	1,652	4,084	3,179
2. Inv. Cartera	-7,663	-9,358	-11,646
3. Crédito Comercial	810	1,068	984
4. Préstamos	-5,139	-6,418	-7,196
6. Atrasos	12,725	14,330	16,936
<b>Total entrada capitales</b>	<b>2,026</b>	<b>4,279</b>	<b>2,688</b>
<b>Total salida capitales</b>	<b>-5,272</b>	<b>-2,415</b>	<b>-706</b>
<b>Cuenta Financiera</b>	<b>-3,247</b>	<b>1,863</b>	<b>1,982</b>
Sector público	3,769	2,955	792
Sector privado	-7,015	-1,092	1,190

\*1° trimestre 2005 anualizado.

Fuente: BBVA Banco Francés sobre Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos Ministerio de Economía.

aislamiento de Argentina de los mercados internacionales. **Así, se confirmó el papel estabilizador de la inversión extranjera directa ya que no sólo actuó contracíclicamente durante la crisis capitalizando empresas con problemas financieros, sino también permitió el acceso al crédito de proveedores ante el cierre de los mercados.**

En el primer trimestre del 2005, por primera vez desde la crisis, la cuenta financiera del sector privado tuvo un saldo positivo. A pesar de la fuerte cancelación de deuda financiera producida en el período, los flujos de IED y crédito comercial, al igual que en 2004, más que compensaron esta salida resultando en una entrada de capitales de más de US\$ 1700 millones. El cambio más significativo, sin embargo, se produjo en las salidas de capital de los argentinos que se redujeron a un cuarto de los niveles del 2004.

### Tratando de controlar el flujo de divisas.

El fuerte excedente de divisas que se concentró en el 2° trimestre del 2005 debido a la coincidencia de la salida de la cosecha gruesa, los vencimientos impositivos y la conclusión del canje, resultó en compras mensuales de más de US\$ 1200 millones por parte del BCRA y llevó a las autoridades a imponer controles a la entrada de capital. Se estableció un plazo mínimo de 365 días para las inversiones financieras y la obligación de constituir un encaje del 30% sobre ingresos de portfolio de no residentes y préstamos financieros del exterior y sobre la venta de activos externos de residentes del sector privado por ingresos superiores a US\$ 2 millones mensuales. La excepción la constituyen las emisiones primarias con oferta pública, básicamente las del sector público. De los US\$ 2381 en Boden 14 y Boden 12 colocados por el gobierno en lo que va 2005, US\$ 557 millones fueron comprados por inversores externos (el gobierno de Venezuela).

A pesar que las inversiones de cartera de no residentes se hicieron prácticamente nulas luego de la adopción de la medida en junio, el BCRA continuó comprando cerca de US\$1000 millones de reservas en promedio en los meses posteriores. Esto sugiere que se siguieron verificando entradas de capitales, probablemente por repatriación de divisas de residentes con lo cual continúa el dilema del BCRA de cómo esterilizar esta creación de dinero para evitar presiones inflacionarias sin presionar excesivamente sobre las tasas de interés (ver Entorno Financiero).

### Escasa vulnerabilidad al riesgo de huidas de Capitales.

El elevado grado de liquidez internacional indudablemente tuvo un impacto positivo sobre la reestructuración de deuda en default en la que se logró un 76% de aceptación, ya que la baja tasa de interés internacional (entorno al 4%) hizo más atractivos los rendimientos de los bonos argentinos ofrecidos.

Sin embargo, también es innegable que los fundamentos de Argentina mejoraron luego del canje de deuda ya que la carga de intereses se redujo a menos del 2% del PIB. Esta cifra permite asegurar que un superávit primario en torno al 3% del PIB es suficiente para ir reduciendo gradualmente el stock de deuda desde los elevados niveles actuales, aunque la importancia de los impuestos distorsivos en la consecución del superávit origina dudas sobre la solvencia fiscal de largo plazo. Al mismo tiempo, la lenta caída del superávit comercial, aún en un contexto de elevado crecimiento del PIB, en conjunción con bajos pagos externos por servicio de la deuda garantiza el mantenimiento de un superávit en cuenta corriente de más de 1% del PIB en los próximos 3 años (ver Situación Argentina N° 3). Así, la sostenibilidad de los "superávit gemelos" podrían explicar el rally de bonos post-canje y la reducción de la prima de riesgo de Argentina hacia niveles similares a los de Brasil (alrededor de 400 BP según el EMBI+) aún luego del catastrófico default del 2001. Sin embargo, probablemente en un contexto de iliquidez internacional grave, los capitales externos tenderían a retirarse más rápidamente de un país con el "track record" de Argentina a pesar de sus buenos fundamentos actuales. Por lo tanto, preocupa el escaso crecimiento de la IED en los años post-crisis ya que ésta se ha mantenido en torno a un 50% de los niveles promedio alcanzados durante la Convertibilidad (US\$ 6.500 millones anuales). Aparte de la finalización del proceso de privatizaciones, los bajos niveles actuales de IED podrían deberse a la incertidumbre sobre la estabilidad de los contratos y los precios relativos, en especial las tarifas de servicios públicos, y las dudas sobre la provisión de energía que desalientan las inversiones de largo plazo.

Dada su posición como acreedora neta del resto del mundo, Argentina no es actualmente muy sensible a una reversión de los flujos de capitales, que por otra parte, sólo explican un 4% del superávit cambiario del sector privado en el primer semestre del 2005. En la posición global, o sea incluyendo al sector público, los flujos de capital continúan siendo negativos ya que, en ausencia de acuerdo con el FMI, se sigue cancelando las amortizaciones de capital con organismos multilaterales.

Las entradas de capital que más han crecido en el último año corresponden a repatriaciones de divisas de los propios argentinos impulsadas por la expectativa de apreciación real del peso y el virtual seguro de cambio otorgado por las autoridades económicas. Si bien en la decisión de portfolio de los argentinos interviene la tasa de interés internacional como costo de oportunidad de asignar una mayor parte de la cartera a activos domésticos, la variable más relevante es la expectativa de tipo de cambio. La percepción de un riesgo creciente de devaluación del peso es la que produce una reversión de las entradas de capital que abruptamente pueden alcanzar valores fuertemente negativos como en 2001-2002, arrastrando crisis financieras e importantes caídas en la actividad. El mantenimiento del tipo de cambio nominal en niveles de significativa infravaloración del peso hace que las expectativas de depreciación sean prácticamente nulas.

El amplio excedente de divisas del sector privado, que refuerza las expectativas de apreciación del peso, en un 97% corresponde al superávit de cuenta corriente y no sólo ha financiado los pagos externos del sector público sino también una importante acumulación de reservas internacionales que alcanzaría a US\$ 6.800 millones en 2005. Por lo tanto, la mayor parte de la solidez de las cuentas externas de Argentina depende de la performance del balance comercial. En un escenario de fuerte caída del

crecimiento mundial, incluyendo China e India, que resultase en una baja sustancial del precio de los commodities, el superávit comercial se vería amenazado y podría resultar insuficiente para financiar los pagos externos. De este modo, una caída del 15% (superior a la máxima baja observada en 1999) en todos los precios de exportación de Argentina prácticamente eliminaría el superávit comercial siempre y cuando las importaciones continuasen creciendo con la elasticidad actual.

## Conclusiones.

Durante el período 1992-98, cuando la Convertibilidad tenía gran aceptación en el contexto internacional y atraía capitales del exterior, Argentina recibía en promedio US\$ 20.000 millones de entradas de capital por año. Inversamente, en la etapa de recuperación cíclica 2003-5, las entradas de capital no juegan un papel importante y las autoridades económicas incluso adoptan políticas para desalentarlas.

La IED aún no tiene la dimensión de la Convertibilidad, pero la mayor presencia de empresas extranjeras cumple un papel contracíclico porque aún en un entorno de incertidumbres de largo plazo, se produjeron importantes capitalizaciones de empresas extranjeras. Lo mismo se aprecia en el crédito comercial que, en esta etapa, tiene mucha más importancia que en la década del '90.

La inversión de cartera muestra un cambio estructural entre los dos períodos porque pasa de US\$ 13 mM positivos a US\$ 8,8 mM negativos, lo cual refleja el fuerte estrujamiento del mercado de capitales por cancelación neta de obligaciones negociables privadas y falta de financiamiento al gobierno. Lo mismo sucede con los préstamos del exterior que pasan a ser negativos. Puede decirse, entonces, que el flujo financiero del exterior en promedio no se ha restablecido hacia Argentina, más allá de entradas de capitales de corto plazo aprovechando la liquidez internacional y el alto rendimiento de la deuda en pesos indexada a la inflación.

Aunque el total de entrada de capitales disminuyó abruptamente, el hecho distintivo es que en la etapa actual la salida de capitales (US\$ -3,5 mM promedio anual) es muy inferior a la observada durante la Convertibilidad (US\$ - 8,4mM) lo cual resalta el papel clave del movimiento de capitales de los propios residentes, que en las crisis anticipan las salidas y en la fase de recuperación aceleran las entradas.

La presencia de un importante superávit en cuenta corriente hace que, a pesar de los menores flujos financieros, el Banco Central continúe acumulando reservas. La abultada intervención cambiaria en lo que va del año (que estimamos se repetiría en 2006) a su vez ha obligado al BCRA a aumentar la esterilización y puesto en riesgo el superávit cuasi-fiscal.

En un contexto donde se persigue un objetivo de “desendeudamiento” y de mantenimiento del tipo de cambio, las entradas de capitales de corto plazo constituyen más un problema que una solución.

Gloria Sorensen | [gsorensen@bancofrances.com.ar](mailto:gsorensen@bancofrances.com.ar)

**Tabla 3: Movimientos de capital en Argentina.**

Flujos promedio anuales	Auge Convertibilidad 1T92-2T98	Post-crisis 1T03-1T05*
	en millones de US\$	
1. IED	5,495	2,903
2. Inv. Cartera	12,999	-8,859
Títulos deuda	11,038	-8,844
Acciones	1,962	-15
3. Crédito Comercial	188	944
4. Préstamos	1,673	-5,936
5. Otros Pasivos	204	143
6. Atrasos	0	13,906
<b>Total entrada capitales</b>	<b>20561</b>	<b>3,101</b>
<b>Total salida capitales</b>	<b>-8470</b>	<b>-3495</b>

\*Incluye 1° trimestre 2005 anualizado.

Fuente: BBVA Banco Francés sobre Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos Ministerio de Economía.

## Argentina

Indicadores Económicos Básicos	2003	2004	2005(e)	2006(e)
<b>Actividad</b>				
PBI Nominal (\$, miles de millones)	375.9	447.6	529.0	613.9
PBI Nominal (US\$ miles de millones)	127.1	151.2	181.5	211.7
PBI Real (Variación %)	8.8	9.0	8.0	5.5
Tasa de desempleo (promedio anual)	17.3	13.6	11.1	10.6
<b>Precios</b>				
PBI Deflactor (Var. % prom.)	10.9	9.2	9.4	10.0
IPC (Var. %, fin de año)	3.7	6.1	10.9	10.0
<b>Sector Externo</b>				
Exportaciones (US\$ miles de millones)	29.6	34.6	39.0	42.9
Importaciones (US\$ miles de millones)	13.8	22.4	28.9	34.4
Balance Comercial (US\$ miles de millones)	15.7	12.1	10.1	8.5
Saldo Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)**	7.5	3.0	2.6	3.1
Tipo cambio (\$/US\$, fin período)	2.96	2.99	2.90	2.90
Índice de Tipo de Cambio Real 1/	191.0	201.6	182.4	166.5
Deuda externa privada (US\$ miles de millones) 6/	59.0	55.0	53.7	n.d.
<b>Sector Financiero</b>				
Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	73.2	81.2	97.0	112.5
Depósitos sector privado Var. anual %	10.9	11.0	19.4	16.0
Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) 2/	30.7	38.6	50.9	60.0
Préstamos al Sector privado Var. anual %	-14.4	25.8	31.8	17.8
Tasa de interés Plazo Fijo 30 días (fin año)	3.7	3.1	6.0	10.0
Reservas internacionales del BCRA (US\$ miles de millones) 3/	14.1	19.6	26.5	33.4
<b>Sector Público</b>				
Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) 4/	8.7	17.3	19.5	21.5
Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) 4/	1.8	11.6	9.3	11.6
Deuda pública total (US\$ miles de millones) 5/	178.8	191.3	189.8	n.d.
Deuda pública moneda extranjera (US\$ miles de millones) 5/	135.8	138.4	142.0	n.d.
Deuda pública externa (US\$ miles de millones) 6/	105.9	115.9	114.4	n.d.

Indicadores De Riesgo (%)	2003	2004	2005(e)	2006(e)
Cuenta Corriente/PBI	5.9	2.0	1.4	1.4
Balanza Comercial/PIB	12.4	8.0	5.6	4.0
Exportaciones/PIB	23.3	22.8	21.5	20.3
Importaciones/PIB	10.9	14.8	15.9	16.2
Resultado fiscal primario/PBI	2.3	3.9	3.7	3.5
Deuda pública/PBI	140.7	126.5	104.5	n.d.
Deuda pública externa/PBI	83.3	76.6	63.0	n.d.

## Notas:

\*\* Sujeto a revisión. Incluye los intereses devengados de la deuda pública pre-reestructuración para el 1° semestre 2005.

1/ Multilateral, fin de período - base 100 = dic. 92.

2/ Total Sector privado, incluye pesos más dólares.

3/ Reservas líquidas más oro, fin del período.

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

Resultado Operativo: Resultado Primario- Intereses (el 2005 incluye deuda reestructurada).

5/ Deuda pública total en moneda extranjera al 31/12/04. Sec. Financiamiento.

6/ Según Estim. Balance de Pagos, fin del período al 31/12/04. Fuente: Sec.de Política Económica. Aumento (disminución) implica depreciación (apreciación).

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	3,0	4,4	3,6	3,2	1,9	3,3	3,1	2,8
UEM	0,7	1,7	1,3	2,0	2,0	2,4	2,2	1,9
Japón	1,4	2,7	2,0	2,5	-0,4	0,2	0,0	0,3
China	9,3	9,5	8,5	8,0	1,2	3,9	2,5	2,5
	2003				2003			
EE.UU.	-2,7				-4,9			
UEM	-2,2				0,2			
Japón	-9,0				2,6			
	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	27-Sep-05	Dic-05	Jun-06	Dic-06	27-Sep-05	Dic-05	Jun-06	Dic-06
EE.UU.	3,75	4,25	4,75	4,75				
UEM (US\$/€)	2,00	2,00	2,00	2,50	1,20	1,22	1,22	1,21
Japón (yenes/US\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	113	105	104	102
China (cny/\$)	5,58	5,58	5,80	5,80	8,09	8,05	7,90	7,75

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	8,0	5,5	3,7	6,1	10,9	10,0
Brasil	0,5	4,9	3,3	3,0	9,3	7,6	5,2	5,0
Chile	3,7	6,1	6,3	5,3	1,1	2,4	3,8	2,7
Colombia	4,1	4,1	4,2	3,5	6,5	5,5	4,9	4,5
México	1,4	4,4	3,0	3,0	4,0	5,2	3,8	3,7
Perú	4,0	4,8	5,7	4,7	2,5	3,5	1,8	2,5
Uruguay	2,2	12,3	5,5	n.d.	10,2	9,0	5,5	n.d.
Venezuela	-9,2	17,9	7,3	2,0	27,1	19,2	16,8	15,3
<b>LATAM<sup>1</sup></b>	1,7	5,9	4,4	3,5	7,1	6,8	5,9	5,5
LATAM Ex-México	1,8	6,5	4,9	3,7	8,3	7,3	6,7	6,2
	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina <sup>2</sup>	2,3	3,9	3,7	3,4	6,0	2,2	1,4	1,4
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	1,8	1,0
Chile <sup>2</sup>	0,0	2,5	4,2	2,6	-1,5	1,5	0,5	-1,0
Colombia	-2,7	-1,3	-1,6	-2,0	-1,3	-1,0	0,9	-2,3
México	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3
Perú	-1,7	-1,1	-1,0	-1,0	-1,5	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-1,8	-2,5	n.d.	-0,5	-0,8	0,6	n.d.
Venezuela <sup>2</sup>	-5,1	-1,9	-0,9	-1,6	10,3	14,1	14,1	8,7
<b>LATAM<sup>1</sup></b>	-1,7	-0,8	-0,8	-0,9	0,8	1,3	1,4	0,4
LATAM Ex-México	-2,5	-1,0	-1,2	-1,3	2,2	2,6	2,7	1,4
	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% fin de período) <sup>3</sup>			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,99	2,90	2,90	3,7	3,1	6,0	10,0
Brasil	2,89	2,72	2,40	2,90	16,5	17,8	18,8	16,0
Chile	603	576	545	545	2,3	2,3	4,5	6,3
Colombia	2.865	2.404	2.300	2.496	8,0	7,8	7,0	7,3
México	11,24	11,15	11,06	11,64	6,0	8,7	8,5	7,7
Perú	3,47	3,28	3,27	3,30	2,5	3,0	3,3	4,3
Uruguay	29,19	26,56	25,50	n.d.	7,5	5,7	n.d.	n.d.
Venezuela	1.600	1.920	2.150	2.150	15,1	12,4	12,2	11,9

<sup>1</sup> Media de los 8 países mencionados. <sup>2</sup> Gobierno Central.

<sup>3</sup> ARGENTINA: depósitos 30 d en pesos; BRASIL: Selic; CHILE: Tasa Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); COLOMBIA: DTF a 90 días; MÉXICO: Cetes a 28 días; PERÚ: tasa interbancaria; URUGUAY: Letras del BCU a 30 días en pesos; VENEZUELA: Certificado de Participaciones a 30 días.



**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 del Área:**

José Luis Escrivá.

**Subdirector del Área:**

David Taguas.

**Economistas Jefe:**

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso.

Argentina: Ernesto Gaba.

Chile: Joaquín Vial.

Colombia: Daniel Castellanos.

Perú: David Tuesta.

Venezuela: Giovanni di Placido.

Norteamérica: Jorge Sicilia.

Estados Unidos: Nathaniel Karp.

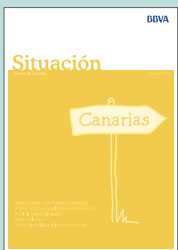
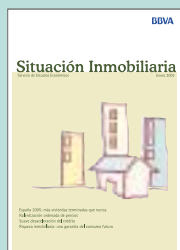
México: Adolfo Albo.

Europa: Manuel Balmaseda.

**Análisis Sectorial:** Carmen Hernansanz.

**Escenarios Financieros:** Mayte Ledo.

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.: 376974. 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.