

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 4 / Nro. 13 - Primer trimestre 2008



Argentina: Mas desacoplada del ciclo internacional
Aumenta la oferta de bienes importados
La inversión se recupera sin garantizar crecimiento sostenido
Luces y sombras de los Biocombustibles

Indice

Fecha edición: 25 de enero de 2008

1. Editorial	2
2. Entorno Internacional	4
3. Entorno Macroeconómico	6
Se mantiene el alto crecimiento	6
La inflación minorista en 2007	7
Las cuentas públicas del 2007 y perspectivas para este año	8
El balance fiscal estructural	9
Esperamos una sensible reducción del Superávit Comercial para el 2008	10
Dos enfoques para la inversión	
Artículo: Determinantes de la inversión	11
Recuadro: Importaciones de Bienes de Capital	14
4. Entorno Monetario	15
5. Artículo: Los Biocombustibles y su impacto sobre el precio de las materias primas agrícolas	17

Han elaborado esta publicación:

Ernesto Gaba

Economista Jefe y Director de la presente publicación.

Ernesto Di Rocco

ernesto.dirocco@bancofrances.com.ar

María Celeste González

celeste.gonzalez@bancofrances.com.ar

Adriana Haring

aharing@bancofrances.com.ar

Jorge Lamela

jorge.lamela@bancofrances.com.ar

Alvaro Loza

alvaro.loza@bancofrances.com.ar

Daniel Perrotti

daniel.perrotti@bancofrances.com.ar

Andrea Savignone

asavignone@bancofrances.com.ar

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

1. Editorial

El entorno internacional se vuelve más desfavorable, pero Argentina seguiría creciendo a tasas elevadas.

En el 2007 el PIB subió 8,5%. Aunque la cifra es elevada, sigue estando en el rango mínimo – al igual que en 2006 - del crecimiento de los últimos 4 años que alcanzó un máximo de 9,2% anual. Es decir, aún así la desaceleración ha sido muy inferior a la necesaria para que la economía converja al crecimiento del PIB sostenible de largo plazo, que estimamos ser del 4% anual. Esto se explica principalmente por la bonanza de los precios internacionales que favorecen los términos de intercambio y posibilita mayor solvencia fiscal mediante impuestos sobre las exportaciones, y además contribuyen en sostener la fuerte expansión de la demanda interna.

Considerando el escenario internacional previamente descrito y una política económica interna que sigue dando prioridad al crecimiento, para este año prevemos un aumento del PIB del 7,5%, superior a la proyección del consenso de 6,8%. En condiciones internacionales más desfavorables, que se hacen cada vez más probables con la información más reciente, el crecimiento del PIB en nuestro país se reduciría al 6,5%, a la vez que los términos del intercambio caerían 2,9%.

En cualquier caso, incluso en este peor escenario, Argentina tendría posibilidades de seguir este año relativamente desacoplada del ciclo internacional.

El elevado crecimiento y las demandas salariales presionan la inflación

La inflación minorista de 2007 ascendió a 8,5%, manteniéndose por debajo de la registrada en 2006 (9,8%). Sin embargo, en el transcurso del año, el indicador se vio expuesto a una serie de discusiones en cuanto al impacto de los cambios metodológicos que se sucedieron desde el mes de enero, lo cual llevó a muchos analistas a utilizar indicadores de inflación alternativos. Dentro de estos, uno de los que más se utilizó ha sido el del IPC Nacional sin GBA, el cual registra en el 2007 un aumento de 12,7% (variación entre noviembre 2007 y noviembre 2006).

Para este año prevemos que el IPC suba al 11%, por el efecto de ajustes de tarifas, aún cuando puedan continuar las discusiones sobre las metodologías de medición. También las expectativas de inflación pueden ser más altas, aún cuando prevalezca un mayor superávit primario, porque habría más presión sindical para aumentar los salarios. En cuanto a la política del BCRA no habría grandes cambios, ya que los agregados monetarios tendrían una tasa de expansión prácticamente similar al año pasado y la autoridad monetaria seguiría persiguiendo varios objetivos.

El mantenimiento de la solvencia fiscal requiere desacelerar el gasto público

Esperamos un mayor superávit fiscal de 3,8% del PIB este año por el aumento de ingresos por retenciones a las exportaciones y por una menor tasa de crecimiento del gasto público, apoyada por aumentos de tarifas que contribuyen a limitar los subsidios.

La inversión recuperó los niveles de la convertibilidad, pero no garantiza un crecimiento sostenido

En el artículo del Cap. 3 se presentan dos estudios sobre aspectos que afectan a la inversión. Lo fundamental es que registró una fuerte recuperación y su nivel con relación al PIB volvió a los registros más elevados de la convertibilidad (un 22 % del PIB en el 2007). Por último, un análisis desagregado de la importación de bienes de capital muestra que los sectores transables de exportación y los que sustituyen importaciones (de producciones que no requieren tecnologías complejas), fueron los más dinámicos en importar bienes de capital.

Nuestros estudios permiten concluir que, para garantizar un crecimiento sostenido, aún falta superar las restricciones en el sector energético y también

debería recuperar terreno la inversión directa como un medio de reforzar el equilibrio a largo plazo de la balanza de pagos.

Luces y sombras de los biocombustibles

El estudio cubre la oferta y demanda mundial de etanol y biodiesel de los próximos 10 años. Los elevados precios del petróleo junto con una política generalizada de los países productores de alentar la producción de energía limpia mediante subsidios y establecer cupos de mezclas de combustibles, llevan a que la demanda de los biocombustibles aumente su participación en el conjunto de las materias primas agrícolas. En este sentido, estimamos que dentro de 10 años la producción de etanol con empleo de maíz requerirá el 18% de la producción mundial de maíz, mientras que el etanol producido con caña de azúcar demandaría el 38% de su producción mundial. En el caso del biodiesel, su producción demandaría casi el 20% de la producción mundial de soja. Este aumento de demanda seguirá contribuyendo a aumentar el reciente aumento de precios agrícolas encareciendo el costo de la alimentación humana, lo cual puede llevar en el futuro a políticas menos ambiciosas de subsidios a los biocombustibles y/o lograr biocombustibles rentables que utilicen otras fuentes de materia prima.

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria:

Diferencial (LIBOR12M -Expectativas Política Monetaria12M)

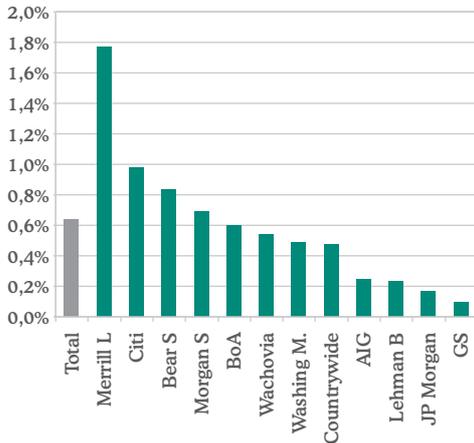


■ EE.UU.

■ UEM

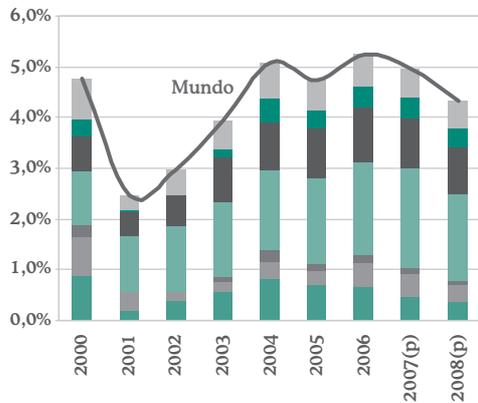
Fuente: Bloomberg. LIBOR12 M - OIS12M (Overnight Index Swap). Med.móv. 5 días

Bancos americanos: Write-offs anunciados sobre activos



Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg y FT

Crecimiento mundial y Contribución por áreas (%)



■ EE.UU. ■ Resto Asia ■ Latam ■ Resto ■ China ■ Japón ■ Mundo

Fuente: FMI y BBVA

2. Entorno Internacional

Mayores incertidumbres en el panorama económico

El inicio de año sigue marcado por las incertidumbres, en un contexto en el que el continuo deterioro de la situación financiera lleva a que los riesgos sobre la economía real se hayan intensificado.

Este mantenimiento de las incertidumbres deriva en gran parte de que la crisis de liquidez esté siendo más severa y persistente de lo inicialmente previsto. Todo ello, a pesar de las continuas intervenciones de liquidez de los bancos centrales para tratar de aliviar el tensionamiento existente en los mercados monetarios. En este sentido, cabe destacar, dos actuaciones. Por un lado, la inyección de liquidez extraordinaria del BCE del 18 de diciembre, sin precedentes tanto en plazo como en cuantía, que ayudó a aliviar las tensiones propias del pase de año. Y, por otro lado, el plan de acción coordinado de los principales bancos centrales anunciado en diciembre, donde el elemento más destacable es la nueva facilidad de la Reserva Federal para inyectar más liquidez, denominada TAF. A pesar de que ambas medidas contribuyeron a aumentar la liquidez disponible en el sistema, a día de hoy se han mostrado todavía insuficientes y los problemas, aunque atenuados, todavía persisten en los mercados interbancarios.

De todas formas, los problemas de financiación bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios, tal y como ha quedado plasmado con la paralización de las emisiones a nivel global y con la evolución del mercado de papel comercial, especialmente de aquel respaldado por colateral (ABCP).

A todo esto se une las pérdidas reconocidas por el sector bancario, que han derivado en una situación en la que la ralentización del crédito es más probable. Así, las reducciones en el valor de los activos reconocidas por la banca por ahora ascienden a más de 100mM\$, siendo, por áreas geográficas, la banca americana la más castigada.

Todo ello, en un contexto, en el que se ha producido un fallo secuencial del mercado hipotecario estadounidense, donde los problemas iniciales de los originadores se han ido trasladando a las empresas patrocinadas por el gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, a las principales aseguradoras de bonos, MBIA y Ambac, y en última instancia a la banca comercial en EE.UU.

¿De la economía financiera a la economía real?

En el principio de las turbulencias, había quedado patente el deterioro de las condiciones financieras, mientras, la situación económica parecía continuar relativamente sólida. No obstante, en los últimos meses se han ido observando tres canales que evidencian un cierto contagio de la situación financiera a la economía real.

Así, en primer lugar, ya se está empezando a evidenciar una cierta moderación del crédito a través de las encuestas de préstamos bancarios en las principales economías desarrolladas, que ya dan señales de restricción del crédito bancario. En segundo lugar, se ha producido un significativo deterioro de las confianzas, tanto de los consumidores como de los empresarios, que apuntarían hacia una ralentización de la economía, tanto en EE.UU. como en Europa. En tercer y último lugar, un elemento relativamente nuevo como es el reciente retroceso de los mercados bursátiles a nivel global, que si bien antes no recogían un escenario tan negativo, han empezado a cotizar una notable ralentización, no sólo de la economía estadounidense.

Además, la reciente evolución de los distintos indicadores macroeconómicos, con importantes sorpresas a la baja, también apuntaría a un deterioro de la situación económica.

El fuerte crecimiento de la economía estadounidense del tercer trimestre de 2007, un 4,9% trimestral anualizado, contrastará con el pobre desempeño de la economía en el cuarto trimestre, dada la debilidad de los datos publicados. De este modo, el crecimiento de la economía norteamericana para el conjunto del año se ubicará en promedio en el 2,1%. Hacia adelante, se

espera que continúe el dinamismo mostrado por la renta disponible y las exportaciones, contrarrestando en parte el hecho de que la inversión residencial continuará restando al crecimiento, ante un ajuste más prolongado del precio de la vivienda. Además, cabe destacar el papel de la política fiscal como posible amortiguador, tras las medidas fiscales adoptadas por la administración Bush para estimular la economía. Por ello, en 2008 la economía de EE.UU. crecerá en promedio un 1,7%.

En este contexto, la situación se acabará trasladando a Europa, en contra del de-coupling que cotizaba el mercado hasta hace poco. De todas formas, es cierto que lo más probable sea que lo haga con un retraso de uno o dos trimestres y el impacto sea moderado. Así, el crecimiento de la economía europea se ralentizará hasta el 1,8% en 2008, desde el 2,6% en 2007.

Los bancos centrales serán claves

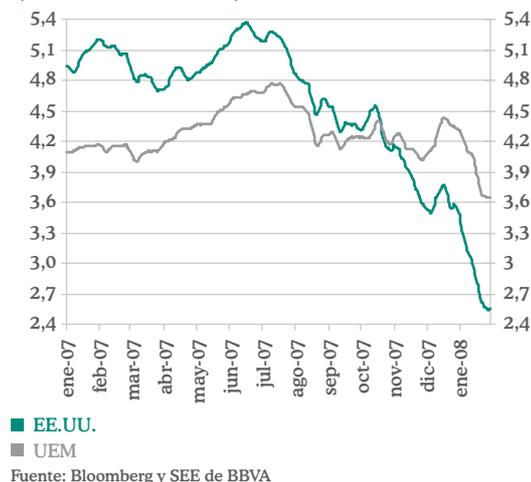
En conjunto vivimos en un mundo en el que recientemente se ha producido un repunte a nivel global de la inflación, guiado fundamentalmente por los altos precios de los alimentos y de la energía. Sin embargo, la conjunción de una desaceleración de la demanda a nivel global, unida a la ausencia de presiones salariales y unas perspectivas de moderación paulatina del precio del petróleo, que en media este año se ubicará en torno a los 80\$/barril, llevan a pensar que el repunte será transitorio y que los precios empezarán a moderarse una vez pasado el primer trimestre del año.

Lo anterior unido a que los riesgos a la baja sobre el crecimiento se han mantenido e, incluso, se han intensificado, nos lleva a pensar que los bancos centrales vayan a ser a partir de ahora más activos en política monetaria. Un claro ejemplo, en este sentido, ha sido la Reserva Federal. Entre septiembre y diciembre relajó los tipos por una cuantía total de 100pb, desde el 5,25%. Luego, por sorpresa antes de su reunión de enero, en una intervención de urgencia recortó el precio oficial del dinero en 75pb, ubicándolo en el 3,50%, debido al deterioro de las condiciones financieras y, en particular, del ya citado desplome de los mercados bursátiles. De todas formas, el mercado espera que ésta no sea la última bajada y descuenta recortes adicionales, lo que nos podría llevar a ver una pendiente todavía más inclinada en los mercados de deuda.

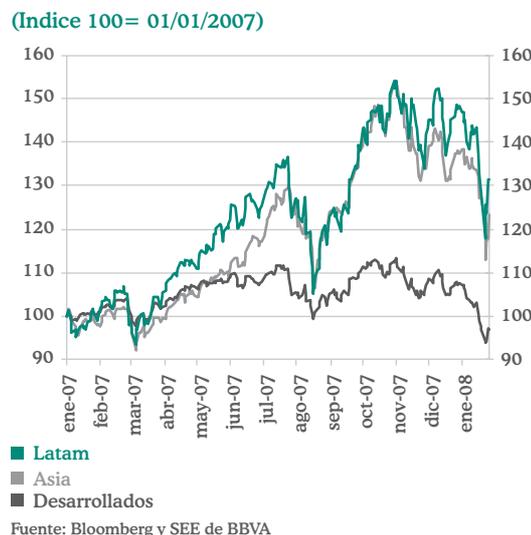
Por su parte, el BCE, por ahora ha mostrado mayor resistencia a bajar los tipos de interés debido a los repuntes de inflación, especialmente en Alemania. En sus últimas intervenciones ha tratado de mantener un cierto tono alcista, para intentar contener las expectativas de inflación y evitar los temidos efectos de segunda ronda. Sin embargo, aunque lo haga de una forma más lenta, el BCE relajará su política monetaria en primavera, una vez los riesgos sobre el crecimiento sean más patentes y haya quedado atrás el pico de inflación. En este sentido, es significativo el vuelco que han dado las expectativas de política monetaria en Europa. El mercado hasta hace poco descontaba el mantenimiento del tipo "refi" en el 4%, mientras que en las últimas semanas ha empezado a descontar al menos una bajada del precio oficial del dinero en Europa.

Por último, cabe destacar la reciente debilidad del dólar-euro, fuertemente condicionado por el deterioro de la situación financiera y por el de-coupling de expectativas de política monetaria entre EE.UU. y Europa cotizado por el mercado. Su deterioro parece haberse frenado ante el giro a la baja en las perspectivas para la economía europea, en particular, de las expectativas de política monetaria, tal y como ya ocurrió en otros cruces, como la libra esterlina y el dólar canadiense. Por ello, todo parece indicar que, aunque pueda persistir su debilidad en el corto plazo, éste ya no tenga mucho más recorrido a la baja.

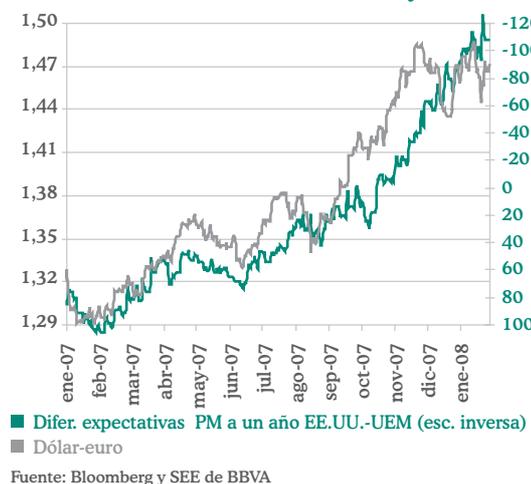
Expectativas de política monetaria a un año (media móvil 1 semana)



MSCI index



Dólar-euro vs. diferencial de expectativas de PM a un año entre EE.UU. y la UEM



Cuadro 1. Agregados Macroeconómicos

(variaciones % interanuales)

	PIB	Consumo Privado	Consumo Público	Inversión	Exportaciones	Importaciones
I-07	8,0%	8,9%	6,4%	13,7%	9,0%	20,6%
II-07	8,6%	8,7%	7,0%	12,7%	8,7%	18,9%
III-07	8,7%	8,9%	8,4%	12,8%	8,6%	19,0%
IV-07 (e)	8,7%	8,7%	7,9%	16,7%	8,5%	21,4%
Promedio	8,5%	8,8%	7,5%	14,0%	8,7%	20,0%

Fuente: Elaboración propia con base a datos Indec.

Cuadro 2. Agregados Macroeconómicos

(variaciones % - series desestacionalizadas)

	PIB	Consumo Privado	Consumo Público	Inversión	Exportaciones	Importaciones
I Sem. 07	1,8%	2,5%	2,0%	3,9%	-0,2%	4,5%
II Sem. 07 (e)	2,6%	1,7%	1,9%	4,0%	5,4%	4,9%
Promedio	2,2%	2,1%	1,9%	3,9%	2,6%	4,7%

Fuente: Elaboración propia con base a datos Indec.

Cuadro 3. PIB (variación real anual)

	PIB	PIB Bianual	Desaceleración (puntos básicos)
2004	9,0%		
2005	9,2%	9,1%	
2006	8,5%		
2007 (e)	8,5%	8,5%	-63
Proyección 2008			
2008 (e) /1	7,5%		
2008 (e) /2	6,5%		

Fuente: Elaboración propia con base a datos Indec.

/ 1- Proyección base
/ 2- Proyección riesgo

3. Entorno Macroeconómico

Se mantiene el alto crecimiento

La economía continúa exhibiendo un gran desempeño. El último dato conocido - correspondiente al tercer trimestre del año pasado - señala que el PIB creció 8,7% en términos interanuales y 2,8% con relación al segundo trimestre, acumulando una suba de 8,4% en 2007 (ver cuadro 1).

La demanda global creció por encima del incremento del producto, esto se solventó por el importante aumento en las importaciones, con lo cual la economía utilizó parte del superávit externo para sostener el crecimiento. Sin embargo, los altos precios internacionales de los productos exportados atenuaron el impacto sobre el superávit.

En el cuadro 2 se observa que el consumo privado, si bien continúa creciendo a un buen ritmo, exhibe una desaceleración respecto a lo observado en el primer semestre, desaceleración que es compensada por el cambio de tendencia que se registra en las exportaciones.

Perspectivas 2008

El crecimiento del PIB de 8,5% estimado para 2007 deja un importante efecto arrastre para 2008 de 3,8%, es decir que si la economía no creciera durante el año (pero tampoco se contrajera), el nivel de actividad cerraría en ese valor anual.

Por su parte, se puede observar que la economía argentina se desaceleró en el último período a razón de 63 puntos básicos (cuadro 3). En caso de mantenerse el mismo ritmo, esperaríamos para 2008 un PIB en torno al 7,9%. Sin embargo, esta desaceleración - marcadamente suave - puede no mantenerse en el futuro.

Particularmente, la crisis hipotecaria en Estados Unidos, y su propagación a la economía mundial trae consecuencias hacia los países emergentes, por ejemplo, a través del cambio en la percepción de la prima de riesgo, con el consiguiente aumento en el costo de oportunidad para la toma de créditos y/o la realización de inversiones. En caso de mantenerse o profundizarse este escenario (tal y como se menciona en el escenario internacional), se exteriorizarían efectos sobre el nivel de actividad que provocarían una desaceleración mayor. Así, los resultados preliminares de un modelo BVAR para Argentina, condicionado a variables macroeconómicas de Estados Unidos (en materia de PIB, inflación y tasa de la FED) arrojan para 2008 una desaceleración de 100 puntos básicos en el crecimiento argentino.

En base a estos resultados y teniendo en cuenta el fuerte arrastre del crecimiento de 2007 y la suave desaceleración que exhibió el PIB en los últimos años, proyectamos un aumento para 2008 de 7,5% (crecimiento superior al del consenso REM del BCRA que es de 6,8%).

En un escenario de menor crecimiento de Estados Unidos, el 0,8% en 2008), el PIB de Argentina se desaceleraría en el corriente año al 6,5%, cifra aún elevada teniendo en cuenta el posible escenario internacional desfavorable.

La inflación minorista en 2007

La inflación minorista de 2007 ascendió a 8,5%, manteniéndose por debajo de la registrada en 2006 (9,8%). Sin embargo, en el transcurso del año, el indicador se vio expuesto a una serie de discusiones en cuanto al impacto de los cambios metodológicos que se sucedieron desde el mes de enero, lo cual llevó a muchos analistas a utilizar indicadores de inflación alternativos. Dentro de estos, uno de los que más se utilizó ha sido el IPC Nacional sin GBA, el cual registra en el 2007 un aumento de 12,7% (datos noviembre 07/06).

Como se puede ver en el cuadro 1, los capítulos que en el IPC oficial registraron inflación por debajo del nivel general fueron Indumentaria y Esparcimiento (con 1,6% y 2,3% respectivamente), mientras que Educación mostró el mayor incremento del año (11,7%).

Los bienes y servicios se incrementaron en igual magnitud que la inflación general (8,5%) en el 2007. Sin embargo, desde la salida de la convertibilidad los bienes continúan siendo más caros que los servicios, con incrementos acumulados de 140% y 73%, respectivamente.

La presión internacional del incremento en el precio de los *commodities* no tuvo, a diferencia de varios países de la región, un impacto completo sobre el capítulo de Alimentos y Bebidas (que creció 8,6% anual), lo cual se explica por una serie de políticas activas tales como el incremento en los derechos de exportación, los subsidios cruzados y, en algunos casos, la prohibición o limitación de las exportaciones.

En el cuadro 2 se presenta la comparación entre una canasta seleccionada de alimentos valorizada por el IPC y por los precios internacionales de sus principales materias primas (tomando como base en este caso al indicador de precios de los *commodities* del Banco Central de la República Argentina). Se observa como se amplió en 2007 la brecha entre ambos índices, siendo las medidas descritas en el párrafo anterior las que amortiguaron la suba en el índice doméstico.

Cuadro 1.

Apertura del IPC por capítulos

	acumulado año	
	var. %	incidencia
Nivel general	8,5%	
Alimentos y bebidas	8,6%	2,7%
Indumentaria	1,6%	0,1%
Vivienda	9,7%	1,2%
Equipamiento y func.del hogar	8,5%	0,6%
Salud	11,3%	1,1%
Transporte y comunicaciones	10,8%	1,8%
Esparcimiento	2,3%	0,2%
Educación	11,7%	0,5%
Bienes y Servicios Varios	11,2%	0,5%

Fuente: Indec.

Cuadro 2.

Canasta Seleccionada de Alimentos

	IPC	Precios Internacionales	Diferencia
Oct.06/Oct.05	9,1%	14,7%	-5,6%
Oct.07/Oct.06	11,0%	21,4%	-10,4%

Fuente: Elaboración propia con base a datos Indec y BCRA.

Cuadro 1.
Resultado Fiscal SPNF ^{1/}

en mill. de pesos	2007	2007*
Ingresos (en % del PIB) (var.% año anterior)	164.074 20,5% 37,8%	156.274 19,5% 31,2%
Gasto primario (en % del PIB) (var.% año anterior)	138.310 17,3% 44,2%	138.310 17,3% 44,2%
Resultado primario (en % del PIB) (var.% año anterior)	25.764 3,2% 11,2%	17.964 2,2% -22,5%
Intereses (en % del PIB) (var.% año anterior)	16.423 2,1% 42,2%	16.423 2,1% 42,2%
Resultado financiero (en % del PIB) (var.% año anterior)	9.341 1,2% -19,6%	1.541 0,2% -86,7%

2007*: excluye los ingresos de fondos por traspasos de AFJP a Anses.

^{1/} Excluye de ingresos y gastos las transf. a pcias en concepto de Coparticipación y Leyes Especiales.

Fuente: BBVA en base a información del MECON.

Cuadro 2.
Gasto Primario

millones de pesos	ACUM. 2007	3er. TRIM. 2006	Variación en %	Variación en mill.\$
Prestaciones a la seguridad social	34.954	22.070	58%	12.884
Subsidios y Préstamos	11.372	4.277	166%	7.096
Subsidios sector energético	6.270	2.231	181%	4.039
Subsidios sector transporte	2.958	828	257%	2.130
Subsidios empresas públicas	325	127	156%	198
Préstamos	902	861	5%	41
Otros gastos	51.074	40.765	25%	10.309
Total Gasto Primario	97.400	67.111	45%	30.289

Fuente: BBVA Banco Francés en base a información de MECON y ASAP

Las cuentas públicas del 2007 y perspectivas para este año

El superávit primario del año 2007 alcanzó a \$25.700 millones, lo cual representa 3,2% del PIB, una baja de 0.3 pp. respecto al año anterior.

Si bien el desempeño de la recaudación tributaria volvió a ser excepcional creciendo un 33%, también se contabilizaron \$ 7.800 millones de ingresos extra provenientes de la reforma previsional (ingresos por traspasos de fondos de las AFJP al Anses). Excluyendo estos ingresos, que fueron computados por única vez, llevaría a un superávit primario de sólo 2,2% del PIB (cuadro 1).

El factor determinante de este menguado resultado fue el nivel de gasto primario que terminó creciendo un 44%. Este fuerte aumento del gasto reconoce dos causas principales: la moratoria previsional y el aumento de subsidios para sostener las tarifas del transporte y mitigar la crisis energética. Ello no quita que otros rubros del gasto, aún sin representar una proporción importante del mismo, hayan tenido aumentos considerables.

Los intereses de la deuda aumentaron un 42,2%. En este punto influyó tanto un suave aumento en el stock nominal de deuda como un aumento en las tasas de interés de la nueva deuda emitida en relación con la deuda amortizada. Además, se pagaron en diciembre U\$S 810 millones en concepto del cupón del PBI de la deuda reestructurada, cifra que duplica la pagada el año anterior.

Con información de la ASAP (Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública) del 3er trimestre del año 2007, armamos el cuadro 2 en donde se desagregan las dos fuentes del gasto que mencionamos. Las prestaciones a la seguridad social y los préstamos y subsidios explicarían dos terceras partes del aumento del gasto primario de los 9 primeros meses del 2007. El resto del gasto primario, que incluye esencialmente las remuneraciones, gastos de capital y otras transferencias al sector privado y provincias, aumenta un 25% en el período.

Qué podemos esperar en el 2008

El nivel de recaudación volvería a ser destacado durante el año 2008. El último aumento en las retenciones de productos agropecuarios y combustibles estimamos aportaría unos \$10.000 millones extra, siempre y cuando el precio de los *commodities* no se debilite a causa de la crisis internacional. Las retenciones a las exportaciones explican el 10% de la recaudación total del último año representando 2,6% del PIB, por lo cual es la cuestión más sensible del lado de los ingresos.

Con respecto al gasto primario, será necesario hacer algún tipo de ajuste si hay voluntad de resguardar la solvencia fiscal, sobre todo bajo un escenario de mayor riesgo internacional, y en vista que el gasto primario ya tiene un piso de crecimiento del 10% el año 2008, dado el nivel actual de remuneraciones de empleados del sector público y prestaciones a la seguridad social, rubros ambos que concentran el 50% del gasto.

En nuestro escenario suponemos que el gasto primario total varía aproximadamente como el PIB nominal, lo cual daría margen para que el resultado primario subiera a 3,8% del PIB. En ese caso, la economía estaría mejor resguardada de la mayor volatilidad internacional, teniendo en cuenta que Argentina tiene acceso restringido a los mercados internacionales de deuda y que los vencimientos de capital de deuda totalizan en el año U\$S 7.700 millones (excluye deuda con el Banco Central y Letras del Tesoro de corto plazo).

El mayor interrogante es si será posible contener el nivel de gastos en subsidios para acercarse al superávit anterior. El aumento dispuesto en las tarifas del transporte público es una señal en esa dirección por lo que cabría esperar que en algún momento se dispusiera una política similar sobre las tarifas congeladas del resto de los servicios públicos. Por el lado de los gastos en previsión social, podemos esperar que ya finalizada la moratoria previsional, no se repetirían las tasas de crecimiento del año anterior y las variaciones se acotarían a los aumentos en jubilaciones y pensiones que se dispusieran en el año.

El balance fiscal estructural

Como hemos explicado en informes anteriores (ver Situación Año 2 Nro. 7 – Tercer Trimestre 2006), la metodología del balance estructural intenta aislar los efectos del ciclo económico sobre el resultado fiscal, con objeto de poder evaluar el verdadero sesgo de la política fiscal. De esta forma, para obtener un resultado “cíclicamente neutro” se deberán ajustar los ingresos tributarios por el exceso/defecto de los mismos respecto a la recaudación que se hubiera obtenido de estar la economía al nivel del PIB potencial, o sea con un “output gap” cercano a cero. Similarmente, los gastos observados deberán reducirse o incrementarse por el impacto de aquellos gastos que fluctúan con el ciclo para obtener el nivel de gasto “estructural”.

El concepto de balance estructural se basa en el supuesto de que la economía oscila en torno a la trayectoria del PIB potencial. Los shocks transitorios resultan en movimientos cíclicos por abajo o por arriba de esta tendencia que, por definición, se disipan en el tiempo. Esta aproximación no resulta clara para el caso de Argentina, como podemos ver en el gráfico 1, donde la oscilación cíclica no es la norma puesto que la economía puede permanecer durante largos períodos con brecha negativa¹, dado que la falta de un marco estable económico-institucional le impide al país aprovechar a pleno el capital humano y físico del que dispone. En este entorno, se presentaron pocos años de brecha positiva, donde habría sido posible ahorrar para lograr un fondo anticíclico que permitiera gastar más en los períodos de recesión. Es decir, el enfoque de balance fiscal estructural tuvo pocas oportunidades de ser aplicado en Argentina por los problemas estructurales de la economía que prevalecieron por sobre el ciclo de negocios.

En este apartado, recalculamos el déficit estructural en base a nuestras nuevas estimaciones de PIB potencial y también examinamos el sesgo de la política fiscal para el corriente año y el próximo.

Los resultados obtenidos con las nuevas estimaciones de PIB potencial no difieren significativamente de lo publicado anteriormente. Así de 15 observaciones, una amplia mayoría (11) de los años, la Argentina sostuvo una política fiscal procíclica, de los cuales sólo dos (2006 y 2007e) corresponden a años de política expansiva y PIB por arriba del potencial (ver gráfico 2).

Durante la mayor parte de la década del 90, a excepción de 1994 y 1996, la política fiscal fue contractiva a pesar de que la brecha de producto era negativa. Esta característica se mantuvo durante los primeros años post-devaluación hasta 2005, momento en el cual con la economía aún creciendo por debajo de su potencial, la política fiscal se hizo contracíclica, reduciéndose el superávit primario estructural en casi un punto porcentual del PIB con respecto al año previo.

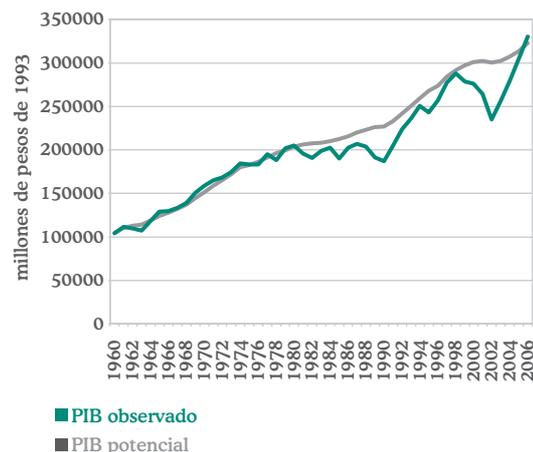
Durante todo el período de análisis (1994-2007), sólo los dos últimos años (2006 y 2007), corresponden a ciclos en los que la economía creció por encima del potencial. En este contexto, la política fiscal volvió a ser procíclica, reduciéndose el superávit fiscal estructural a pesar de la favorable posición cíclica. Según nuestras estimaciones, el año 2007 muestra conjuntamente el mayor deterioro del resultado estructural y la mayor brecha de producto positiva de todo el período analizado.

En sentido contrario, según nuestras estimaciones, también 2008 sería un año excepcional ya que con un output gap positivo de más de 10%, el resultado fiscal ajustado tendría una mejora de 0,7% del PIB, una política fiscal claramente anticíclica, la primera vez en el período analizado en que el gobierno intenta “ahorrar” parte de la bonanza en un ciclo positivo.

Gráfico 1.

PIB

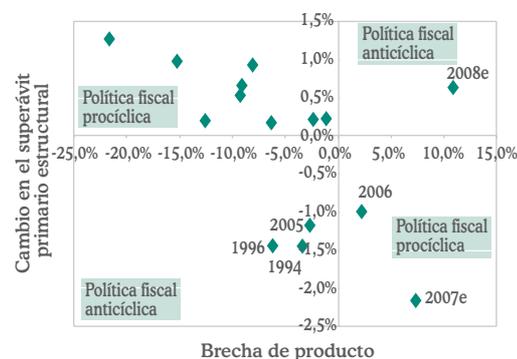
PIB observado y potencial



Fuente: SEE BBVA Banco Francés, sobre datos de Cuentas Nacionales

Gráfico 2.

Sesgo de la Política fiscal



Fuente: SEE BBVA Banco Francés

¹ Se agradece la colaboración de Alejandro Puente del SEE del BBVA Banco Provincial de Venezuela en la re-estimación de la PTF y producto potencial de Argentina a través de técnicas de estado-espacio.

Cuadro 1.
Evolución Saldo Balanza Comercial
(millones de u\$s)

Año	Exportaciones	Importaciones	Saldo
1998	26.441,0	31.403,5	-4.962,5
1999	23.332,6	25.508,3	-2.175,7
2000	26.409,4	25.242,9	1.166,5
2001	26.610,1	20.321,2	6.288,9
2002	25.709,3	8.989,5	16.719,8
2003	29.565,7	13.833,4	15.732,3
2004	34.550,2	22.445,2	12.105,0
2005 (p)	40.352,0	28.688,8	11.663,2
2006 (p)	46.456,4	34.150,8	12.305,6
2007 (p)	55.933,0	44.780,0	11.153,0
2008 (e)	61.950,0	54.950,0	7.000,0

Fuente: SEE BBVA Banco Francés.

Cuadro 2.
Estimaciones Balanza Comercial

Año	Expo			Impo		
	Cant	Precio	Valor	Cant	Precio	Valor
2006/2005	6,8%	8,1%	15,4%	16,5%	2,2%	19,0%
2007/2006	8,0%	12,0%	20,0%	23,0%	6,0%	31,0%
2008/2007 est	7,5%	4,2%	12,0%	20,3%	2,7%	23,5%

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

Esperamos una sensible reducción del Superávit Comercial para el 2008

El intercambio comercial argentino alcanzó durante el 2007 un nuevo valor récord de alrededor de U\$S 100 mil millones. Ello fue producto de exportaciones por un total de U\$S 55.933 millones e importaciones de U\$S 44.780 millones, lo que permitió mantener el saldo comercial por encima de los diez mil millones de dólares (3.9 % del PIB) (ver cuadro 1).

La expansión experimentada por ambas variables tuvo que ver tanto con el comportamiento de los precios como de las cantidades, si bien la importante mejora en los términos del intercambio permitió morigerar el deterioro producido por un crecimiento de las cantidades importadas que duplicó al de las cantidades exportadas.

Por lo que respecta a nuestras proyecciones para el 2008 estamos esperando una sensible reducción en el nivel de Superávit Comercial como consecuencia del fuerte dinamismo que seguirán exhibiendo las importaciones (ver cuadro 2).

Los supuestos sobre los que basamos nuestras proyecciones son los siguientes:

a) Las cantidades exportadas evolucionarían ligeramente por debajo del desempeño observado en el 2007 y en línea con el promedio del actual ciclo expansivo (2003-2006), con un 7,5%.

b) Las cantidades importadas aumentarían en un 20,3% producto de nuestra nueva estimación esperada del PIB (7,5% anual) y el mantenimiento de una elasticidad Caudales Importadas/PIB igual a la vigente durante el 2007 (2,7%).

c) Una nueva mejora en los términos del intercambio que contemplan subas en los precios de exportación como consecuencia de los aumentos previstos para los granos y subproductos oleaginosos y una ligera merma en el precio promedio del petróleo crudo, mientras que los precios de importación evolucionarían como la inflación internacional prevista.

De esta manera, los términos del intercambio crecerían en el año un 1,5% adicional con relación al alto nivel registrado durante el 2007.

Dos enfoques para la inversión

Artículo: Determinantes de la Inversión

Introducción

Las últimas décadas de la economía argentina se caracterizaron por la elevada volatilidad de los principales agregados macroeconómicos. Períodos de fuerte crecimiento fueron sucedidos por importantes recesiones, la última de las cuales derivó en la mayor crisis económico-social que vivió la historia reciente de Argentina. Bajo estas circunstancias, la inversión no resultó ajena a la alta volatilidad, ligada a cuestiones coyunturales más que a previsiones sobre un horizonte estable de largo plazo.

El presente trabajo analiza dos períodos puntuales: el de la vigencia de la convertibilidad, período de una fuerte concepción pro-mercado, y el actual esquema de dólar alto que acompaña una mayor intervención y planificación estatal. En ambos casos circunscribimos el análisis a los períodos de crecimiento (con la excepción del año 1995).¹

Resumen ejecutivo

- **El presente artículo analiza la inversión desde la crisis del 2001 y se la compara con el período anterior. El coeficiente inversión/PIB volvió a los niveles previos a la convertibilidad, pero con algunas importantes diferencias. Por un lado la construcción incidió fuertemente en el crecimiento de la inversión, y por otra parte, el actual tipo de cambio real alto alentó la participación de bienes de capital nacionales.**

Características Generales

Entre los años 2006 y 1993, el PIB creció – en términos reales² - 40% y la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), lo hizo en 58%. En términos promedio el PIB creció 2,6% anual, siendo la contribución de la IBIF de 0,8%. (ver gráfico 1 y cuadro 1).

En el cuadro anterior se observa que la inversión ha sido un gran motor de crecimiento del último período (conjuntamente con el consumo privado), incidiendo en cerca de la mitad del crecimiento.

El crecimiento de la IBIF (ver cuadro 2) presenta importantes diferencias entre los dos períodos, así, mientras que durante la Convertibilidad creció a razón de 2,8% anual, en el último período lo hizo nada menos que al 24,9% anual, desde un piso mínimo alcanzado en 2002. En cuanto a la participación en el PIB se observan valores similares a los de la Convertibilidad, destacándose que en 2006 ya se supera el promedio de aquella época.

La principal desagregación que presenta la IBIF se relaciona con el tipo de bien demandado. Por un lado se encuentra la demanda de inversión relacionada con la Construcción y por el otro, la demanda vinculada a la compra de Bienes de Equipo Durable de Producción (Equipos Durables).

En la evolución de ambos componentes (gráfico 2) se destaca que los Equipos Durables amplifican en mayor medida el ciclo económico, exhibiendo una sobreacción al crecimiento en los períodos de auge y una sobreacción a la caída en los períodos recesivos.

En el período de la Convertibilidad –Cuadro 3- la principal incidencia sobre el crecimiento de la inversión fue determinada por los Equipos Durables (que explicaron el 55% de la evolución de la IBIF). Esta situación se revirtió en el esquema actual, donde la construcción tomó el liderazgo (explicando el 56% del crecimiento de la IBIF). Sin embargo, los datos conocidos de 2007 exhiben un cambio de tendencia, reduciéndose fuertemente la incidencia de la construcción sobre el crecimiento de la inversión.

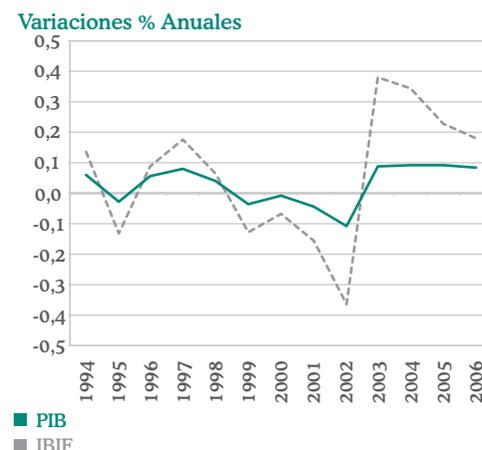
¹ A los fines prácticos, hemos limitado el primer período entre los años 1993 y 1999, y el segundo entre 2002 y 2006, adicionalmente se presentan los datos hasta el tercer trimestre de 2007.

² De aquí en adelante las variaciones son reales salvo que se especifique lo contrario.

Daniel E. Perrotti

daniel.perrotti@bancofrances.com.ar

Gráfico 1.
PIB e Inversión



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) y Ministerio de Economía (Mecon)

Cuadro 1.
Contribución de la IBIF en el crecimiento del PIB

Tasa de crecimiento promedio anual

Período	Inversión	PIB	Incidencia Inv. en crec. del PIB
06/93	3,6%	2,6%	0,8%
99/93	2,8%	2,8%	0,6%
06/03	24,9%	8,9%	4,2%
2007*	13,0%	8,4%	2,7%

* Datos hasta el tercer trimestre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) y Ministerio de Economía (Mecon).

Cuadro 2.

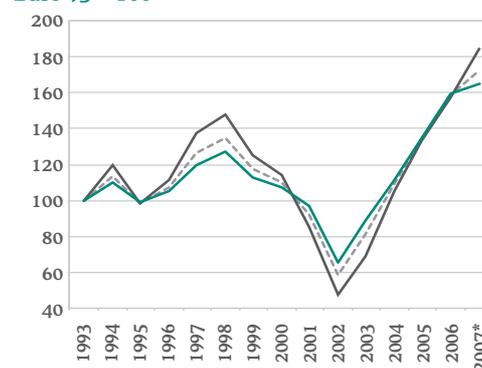
Período	IBIF	
	Crecimiento promedio anual	Participación en el PIB
06/93	3,6%	18,3%
99/93	2,8%	19,6%
06/03	24,9%	18,4%
2007*	13,0%	22,0%

* Datos hasta el tercer trimestre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) y Ministerio de Economía (Mecon)

Gráfico 2.
Inversión - Principales agregados

Base 93= 100



* Datos hasta el tercer trimestre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) y Ministerio de Economía (Mecon)

Cuadro 3.
Incidencia sobre el crecimiento de la Inversión (en %)

Año	Construcción	Equipo Durable
06/93	63%	37%
99/93	45%	55%
06/03	56%	44%
2007*	34%	66%

* Datos hasta el tercer trimestre.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) y Ministerio de Economía (Mecon)

Cuadro 4.

Año	Construcción (var. % Interanuales)
06/93 / (promedio anual)	59,4% / (3,7%)
99/93 / (promedio anual)	13,2% / (2,1%)
06/03 / (promedio anual)	79,5% / (21,5%)
2007* / (promedio anual)	7,2%

* Datos hasta el tercer trimestre.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) y Ministerio de Economía (Mecon)

Cuadro 6.
Equipo Durable
(Variaciones %)

Año	Equipo Durable
06/93 / (promedio anual)	57,1% / (3,5%)
99/93 / (promedio anual)	25,4% / (3,8%)
06/03 / (promedio anual)	126,5% / (31,3%)
2007* / (promedio anual)	22,5%

* Datos hasta el tercer trimestre.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) y Ministerio de Economía (Mecon)

Construcción

Entre 2006 y 2002 el sector de la construcción creció 21,5% promedio anual, muy por encima del período de la convertibilidad (cuando había crecido 2,1% anual).

Dentro de los factores que contribuyen en explicar este significativo crecimiento se encuentran: en una primera etapa el importante dinamismo de las construcciones residenciales que tuvieron lugar debido a la utilización de los dólares atesorados fuera del sistema financiero (los llamados “dólares del colchón”), y las construcciones vinculadas al complejo agro-exportador (motivadas en los altos precios internacionales que enfrentaron estos bienes). En una segunda etapa influyeron las obras públicas y las inversiones vinculadas al turismo (principalmente construcción y refacción de hoteles de alta categoría).

Si bien desde una perspectiva estática el crecimiento de la construcción puede considerarse independiente de su destino, cuando el análisis se concentra en la dinámica de crecimiento en el largo plazo se torna importante considerar esta dimensión.

Tomando como base los datos del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), se destaca que en la última etapa casi todos los indicadores (edificios para viviendas y otros destinos, obras viales y obras de infraestructura) han crecido a tasas similares, siendo la única excepción las construcciones petroleras (que crecieron fuertemente en el período comprendido entre 2000 y 2001 no contemplado de manera directa en las etapas consideradas).

En valores, los edificios, las obras viales y de infraestructura superaron el crecimiento del 15% anual en el último período, cuando en la convertibilidad rondaron un crecimiento en torno al 4,5% (ver cuadro 5).

Cuadro 5.
Incidencia sobre el crecimiento de la Inversión (en %)

(Crecimientos promedio anual)	Edificios					
	ISAC	Edificios de Viviendas	Edificios Otros Destinos	Construcciones Petroleras	Obras Viales	Otras Obras de Infraestructura
06/93	3,4%	3,1%	3,9%	5,7%	3,0%	3,9%
99/93	3,5%	3,2%	4,2%	0,9%	4,7%	4,5%
06/03	16,6%	15,2%	20,0%	8,9%	21,5%	20,7%
2007*	5,0%	4,3%	6,2%	0,9%	8,0%	6,8%

* Datos hasta octubre.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) y Ministerio de Economía (Mecon)

Equipo Durable

En la literatura económica del crecimiento resulta conocido el hecho de que la acumulación de bienes de capital constituye el factor clásico para forjar un crecimiento sustentable en el largo plazo.³

Entre 2006 y 1993 el rubro de los Equipos Durables de Producción creció 3,5% promedio anual, presentando un incremento de 3,8% en el período de la Convertibilidad y de 31,3% en el período actual (cuadro 6).

En cuanto al origen de los equipos durables se observa un importante contraste en los dos períodos, en el modelo actual de tipo de cambio alto, la industria nacional ha crecido 17,2% anual, mientras que durante la convertibilidad se había reducido a razón de 1,2% anual. Sin embargo, y a pesar del buen desempeño de la producción nacional de bienes de capital, las importaciones han crecido a un ritmo más fuerte en este último período, alcanzando la cifra de 48,5% anual (cuadro 7).

En cuanto a la composición de los Equipos Durables se encuentran las maquinarias y equipos (que usualmente tiene una participación de 70% del total) y los materiales de transporte (el 30% restante).

³ Desde ya que hay otros factores de igual o mayor importancia como el capital humano, las reglas institucionales y la productividad total de los factores, entre otros.

Las maquinarias y equipos –cuadro 8 - exhibieron un comportamiento bastante similar al agregado de equipos durables, particularmente los bienes nacionales exhibieron contracción durante la Convertibilidad (-2,1% anual) y crecieron apreciablemente en el período actual (13,9%), y las importaciones crecieron muy fuertes en el último período (44,9% anual).

Por su parte, los materiales de transporte crecieron 5,4% anual durante la Convertibilidad y 42,4% en el período actual, con una importante recuperación de los bienes nacionales en el último período (cuadro 9).

Conclusión

En las últimas dos décadas, la inversión ha seguido los lineamientos de la coyuntura económica. En los dos períodos de crecimiento que se analizaron (con la excepción del año 1995), la inversión exhibió tasas de crecimiento positivas, si bien en el último período la expansión de la inversión fue muy superior, triplicando el crecimiento del PIB. La relación IBIF/PIB fue más alta en promedio (19,6%) durante la Convertibilidad, pero ya en 2006 (21,6%) se superaron los ratios más altos alcanzados durante los 90's.

Los dos períodos muestran importantes diferencias. En la actualidad, el tipo de cambio depreciado y las mejoras en los ingresos han contribuido a forjar un entramado favorable para el crecimiento del mercado interno así como también para el mercado externo. Esta situación brindó una señal muy positiva para el desarrollo de inversiones (muchas de ellas de origen nacional y del tamaño de pequeña y mediana empresa) que crecieron con gran dinamismo luego del colapso de 2001/2002.

La construcción fue sin lugar a dudas el componente de la inversión que prevaleció en la primer etapa de la recuperación, sin embargo, los últimos datos conocidos de 2007 parecerían exhibir un cambio de tendencia.

Los equipos durables de producción, por su parte, mostraron también un buen desempeño, concretamente se revirtió la tendencia contractiva sobre los bienes de origen nacional registrada durante la etapa anterior (especialmente en maquinaria y equipo).

Durante la Convertibilidad, el tipo de cambio apreciado favoreció la incorporación de bienes, maquinarias y equipos importados, lo cual se reflejó en un importante cambio tecnológico en una plaza local que se mantenía bastante lejos de la frontera del estado de arte internacional. Al mismo tiempo, las señales pro mercado favorecieron el "humor inversor", reduciendo la prima de riesgo. Sin embargo, en la medida en que el dólar se apreciaba y transmitía su fortaleza al peso, la pérdida de competitividad atentó contra la rentabilidad del proceso inversor, al tiempo que se desarrollaba un escenario internacional menos favorable, con una sucesión de crisis: efecto tequila, sudeste asiático, Rusia y devaluación en Brasil donde los países emergentes vieron revertido el flujo de capitales. Lo anterior afectó particularmente la inversión en Argentina con elevado déficit en cuenta corriente.

En lo que respecta a las condiciones futuras, si bien la apertura que se analizó en el trabajo pareciera no señalar un sesgo que contamine los canales de inversión y posibilite un crecimiento de largo plazo, surgen algunas dudas relativas a la forma en que podrán superarse las dificultades en el sector energético (electricidad, gas y petróleo), restando además la realización de un análisis con mayor nivel de desagregación que posibilite estudiar la respuesta de la inversión a las necesidades de las diferentes ramas productivas (por ejemplo sectores industriales que requieren invertir montos elevados y planear a largo plazo).

Cuadro 7.
Equipo Durable por origen
(Variaciones %)

Año	Eq. Durable Nacional	Eq. Durable Importado
06/93 / (promedio anual)	5,3% / (0,4%)	150,4% / (7,3%)
99/93 / (promedio anual)	-7,2% / (-1,2%)	84,2% / (10,7%)
06/03 / (promedio anual)	61,1% / (17,2%)	227,5% / (48,5%)
2007* / (promedio anual)	12,1%	29,9%

* Datos hasta el tercer trimestre.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) y Ministerio de Economía (Mecon)

Cuadro 8.
Maquinaria y Equipo
(Variaciones %)

Año	Maquinaria y Equipo	Nacional	Importado
06/93 / (promedio anual)	55,6% / (3,5%)	15,3% / (1,1%)	118,2% / (6,2%)
99/93 / (promedio anual)	19,9% / (3,1%)	-11,7% / (-2,1%)	69,1% / (9,2%)
06/03 / (promedio anual)	105,7% / (27,2%)	47,6% / (13,9%)	204,2% / (44,9%)
2007* / (promedio anual)	s.d.	10,4%	s.d.

* Datos hasta el tercer trimestre.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) y Ministerio de Economía (Mecon)

Cuadro 9.
Material de Transporte
(Variaciones %)

Año	Material de Transporte	Nacional	Importado
06/93 / (promedio anual)	60,4% / (3,7%)	-13,2% / (-1,1%)	248,4% / (10,1%)
99/93 / (promedio anual)	37,4% / (5,4%)	1,1% / (0,2%)	130,1% / (14,9%)
06/03 / (promedio anual)	188,5% / (42,4%)	107,7% / (27,6%)	283,4% / (56,5%)
2007* / (promedio anual)	s.d.	16,2%	s.d.

* Datos hasta el tercer trimestre.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) y Ministerio de Economía (Mecon)

Importaciones de Bienes de Capital

- Nos proponemos en este breve apartado realizar un análisis de las importaciones de bienes de capital en dos períodos relevantes del desenvolvimiento económico. A ese fin tomamos los períodos: 1997-98 (máximo nivel de las importaciones durante el período de la Convertibilidad) y 2006-07 (el máximo del actual período de expansión económica) con el propósito no sólo de comparar las cifras sino también de identificar las diferencias y similitudes entre ambos.
- Con la información desagregada proveniente de Indec, elaboramos un cuadro resumen agrupando los bienes de capital en lo posible por sector demandante, debiendo tenerse en cuenta la existencia de bienes que pueden satisfacer la demanda de más de un sector productivo (por ejemplo, computadoras) y por ende no pueden imputarse a ninguno en particular.
- Una primer aproximación al resultado de este ejercicio la obtenemos comparando los valores promedio de los períodos considerados tanto en dólares corrientes como a dólares constantes, tomando como tales aquellos deflactados por el Índice de Precios de Importación de Bienes de Capital, también elaborado por el Indec. Los valores actuales superan en un 15,9% a los máximos registrados durante la época de la Convertibilidad si la comparación la hacemos a valores corrientes, mientras que si consideramos que en el período hubo una caída de casi el 16% en el precio promedio de los Bienes de Capital importados la suba trepa a casi el 38% entre períodos (ver cuadro 1).

Cuadro 1.
Importaciones de Bienes de Capital

	millones u\$s		Variación %
	2006/07	1997/98	
Dólares corrientes	9032,6	7796,0	15,9
Dólares constantes 1/	10741,6	7796,0	37,8

1/Deflactado por el Índice de Precio de los Bienes de Capital.
Fuente: SEE BBVA Banco Francés.-

- Sin embargo, en una segunda aproximación, al comparar ambos períodos merece destacarse la importancia de la inclusión de los teléfonos celulares que al igual que otros bienes (de menor incidencia como por ejemplo acondicionadores de aire) constituyen en realidad bienes de consumo durables más que bienes de capital propiamente dichos. Ello sin dejar de considerar que una parte de su importación puede estar destinada a empresas y no a hogares y cumplir entonces con el requisito de contribuir al crecimiento de la productividad de bienes o servicios. Si excluimos los teléfonos celulares del total de Bienes de Capital importados se puede apreciar que a dólares corrientes el crecimiento entre períodos se reduce al 7,2% (ver cuadro 2).

Cuadro 2.
Importaciones de Bienes de Capital por Sector

Sectores usuarios	Promedio 1997/98		Promedio 2006/07		Variación %
	millones u\$s	Participación %	millones u\$s	Participación %	
TOTAL	7796,0	100,0%	9032,6	100,0%	15,9%
Telefonía celular	1010,4	13,0%	1760,4	19,5%	74,2%
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL SIN TELEFONÍA CELULAR	6785,6	87,0%	7272,2	80,5%	7,2%

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

- Finalmente en una tercera aproximación a lo sucedido entre períodos procedimos a clasificar por nivel de crecimiento a los principales destinos de los Bienes de Capital importados. En esta oportunidad en el rubro Resto, no sólo se encuentran los valores más pequeños sino que también se incluyen los bienes que no pudieron ser asignados a un destino específico.
- Los sectores demandantes que mostraron más dinamismo son Agropecuario, tanto en Tractores como en Otros Bienes de Capital, Construcción, Industria Metalúrgica y lo vinculado con la actividad aerocomercial. Por el contrario, vemos caídas en las importaciones de Bienes de Capital destinados a la industria alimenticia, procesadora de caucho y plástico o textil, los cuales, por ser tecnológicamente posible, son sustituidas por producción nacional debido a las ventajas otorgadas por la devaluación de la moneda doméstica (ver cuadro 3).

Cuadro 3.
Importaciones de Bienes de Capital por Sector usuario

Sectores usuarios	Promedio 1997/98		Promedio 2006/07		Variación %
	millones u\$s	Participación %	millones u\$s	Participación %	
Aparatos de radar, radiodifusión	28,5	0,4%	185,5	2,1%	551,2%
Sector Agropecuario: Tractores	206,2	2,5%	415,4	4,6%	101,5%
Aeronaves	352,7	4,3%	586,0	6,5%	66,2%
Industria Metalúrgica	139,8	1,7%	211,9	2,3%	51,5%
Sector Agropecuario: Otros	160,9	2,0%	213,3	2,4%	32,6%
Sector Construcción	480,5	5,9%	584,0	6,5%	21,6%
Industria de minerales no metálicos	31,7	0,4%	38,5	0,4%	21,5%
Maquinaria eléctrica (incluidos grupos electrógenos)	336,0	4,1%	400,6	4,4%	19,2%
Instrumentos de medición (usos diversos)	492,1	6,1%	547,8	6,1%	11,3%
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL SIN TELEFONÍA CELULAR	6785,6	87,0%	7272,2	80,5%	7,2%
Industria de Pasta, Papel y Cartón	128,3	1,6%	132,4	1,5%	3,2%
Industria Textil	121,8	1,5%	118,8	1,3%	-2,5%
Resto	2157,0	26,6%	1923,8	21,3%	-10,8%
Informática y equipos de oficina (usos diversos)	871,3	10,7%	776,5	8,6%	-10,9%
Transporte terrestre	1156,7	14,3%	956,8	10,6%	-17,3%
Industria de Alimentos y Bebidas	151,0	1,9%	98,3	1,1%	-34,9%
Industria procesadora de Caucho y Plástico	127,5	1,6%	82,4	0,9%	-35,4%

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

Jorge Lamela

jorge.lamela@bancofrances.com.ar

4. Entorno Monetario

Durante el 4to trimestre del año 2007 volvió a generarse liquidez por el sector externo

El mercado doméstico comenzó a sufrir las sacudidas de la crisis internacional cuyo detonante fue el sector hipotecario "subprime" de los Estados Unidos en el mes de julio cuyos efectos persistieron hasta octubre. El fin del proceso eleccionario de ese mes pareció marcar un punto de inflexión y el mercado financiero comenzó a estabilizarse.

La primera señal fue un cambio de signo en la intervención cambiaria del Banco Central, que si bien no alcanzó los niveles del año anterior, fue suficiente para que se restablecieran los niveles de liquidez (gráfico 1).

Por otro lado, el Banco Central aportó el resto de liquidez necesaria para abastecer la demanda estacional de fin de año principalmente mediante la liberación del stock de Lebac y Nobac. Esto se concretó mediante la estrategia de no renovar los vencimientos, y con las licitaciones de recompra en el mercado de estos instrumentos. Más del 60% de creación de base monetaria del último trimestre del 2007 fue originado con este mecanismo.

Las cifras del cuadro 2 revelan que a pesar del cambio de escenario, la política monetaria fue igual de expansiva durante el último trimestre de los años 2006 y 2007, pero mientras durante el primer año hubo un esfuerzo de absorción para contrarrestar la afluencia de divisas del sector externo, en el año 2007 el Banco Central expandió dinero vía creación de crédito interno neto.

La tasa Badlar de bancos privados cerró 2007 por encima del 13%, pero se derrumbó a comienzos de enero

La tasa Badlar siguió correlacionada con la situación de liquidez del sistema financiero pero acentuándose la volatilidad. La tasa promedio de diciembre 2007 cerró en 13,5%. Si bien no se ajustó a la baja una vez superada la primera sacudida de la crisis, en la primera semana de enero se desplomó a niveles del 9,5%, dato al cierre de este informe.

Durante los últimos años se ha verificado un comportamiento estacional en los primeros trimestres, aunque el corriente año parece haberse anticipado y profundizado el nivel de caída, como lo muestra el gráfico 3.

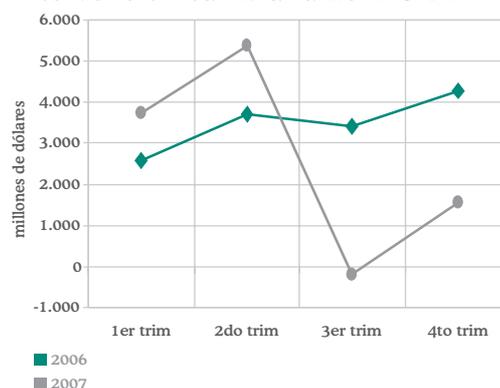
Creemos que este comportamiento estaría replicando el del año pasado en el que luego de una gran expansión de base monetaria y una vez pasada la estacionalidad de la demanda de dinero efectivo, el reflujo de fondos hacia al sistema financiero provoca una situación de liquidez excedente que pone presión a la baja de tasas. En el gráfico 4 se observa una "oleada" de dinero en niveles parecidos en los dos últimos años, en parte alimentada por el extraordinario superávit del sector externo.

El crecimiento de los préstamos al sector privado se acelera

Los préstamos al sector privado volvieron a crecer un 40% durante el 2007 representando ahora un 11% en términos del PIB, lo cual representa un aumento de 1.4 pp del PIB con respecto al año anterior. El crecimiento viene impulsado por el segmento familias, en tanto que los préstamos a empresas están desacelerando. La crisis iniciada a mitad de año reactivó la demanda de préstamos anticipándose decisiones de endeudarse ante la expectativa de alzas en las tasas de interés. La política de liberación de Lebac y Nobac hizo posible el fondeo de este nuevo flujo de préstamos ya que el crecimiento de los depósitos se rezagó durante el 3er. trimestre del 2007 (cuadro 5). En todo el análisis consideramos sólo las variables que toman en cuenta al sector privado ya que los depósitos al sector público depositados en su mayoría en bancos oficiales se han destinado a otras aplicaciones.

El crecimiento de los préstamos privados de todo el último año alcanzó a \$25.000 millones, estimamos que para sostener esos niveles de crecimiento, los depósitos del sector privado en pesos deberían aumentar un piso del 22%, a menos que, como hasta ahora, sigan bajando los niveles de exposición al

Gráfico 1.
Intervención cambiaria del BCRA



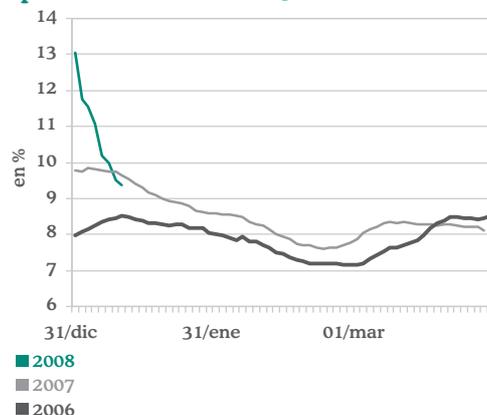
Fuente: BBVA Banco Francés en base a información del BCRA.

Cuadro 2.
Factores de variación de la BMA

variaciones en mill. De \$	4to Trim.	
	2006	2007
SECTOR EXTERNO PRIVADO (en mill. De U\$S)	13.161	4.874
CREDITO INTERNO NETO	-2.522	7.886
Sector público neto	-1.337	-2.497
Sector Fciero neto	92	1.377
Letras y Notas	-1.265	8.343
Otros	-12	663
VAR. BASE MONETARIA	10.639	12.761

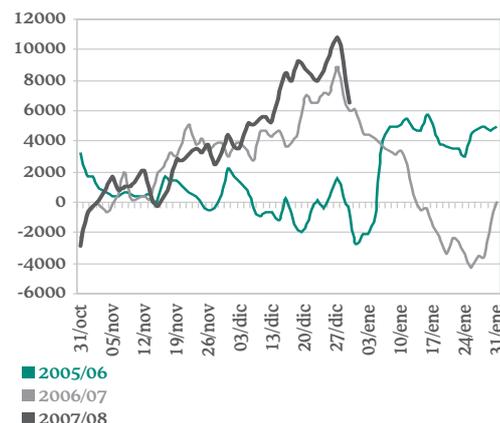
Fuente: BBVA Banco Francés en base a información del BCRA.

Gráfico 3.
Tasa Badlar de bancos privados - promedios móviles 5 días



Fuente: BBVA en base a información del BCRA.

Gráfico 4.
Expansión de base monetaria acumulada 20 días



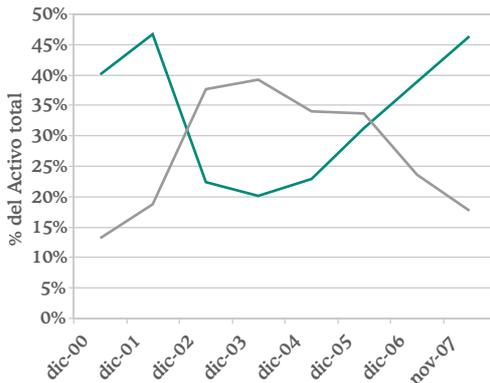
Fuente: BBVA Banco Francés en base a información del BCRA.

Cuadro 5.
Crecimientos trimestrales

mill. de pesos	Depósitos del sector privado en \$	Préstamos al sector privado en \$	Lebac y Nobac en bancos privados (est.)
1er trim.	6.256	3.565	3.422
2do trim.	7.449	5.690	1.021
3er trim.	3.340	7.341	-1.762
4to trim.	7.201	8.432	-2.096
total 2007	24.247	25.028	585

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

Gráfico 6.
Bancos Privados: exposición al sector público y privado



■ Préstamos al sector privado
■ Exposición al sector público (incluye BCRA)

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

Cuadro 8.
Programa monetario 2008

	2006	Variación % anual		Metas 2008p
		2007p		
M ² total	19%	18%	Sup.	23,3%
		Base	18,3%	
		Inf.	13,3%	
M ² privado	21%	28%	Sup.	26,4%
		Base	22,1%	
		Inf.	17,8%	

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

sector público de los balances. Al respecto, y pasados 6 años de la gran crisis, los bancos privados han reducido su exposición al sector público a los niveles que mantenían a final del 2001, como se observa en el gráfico 6. Al mismo tiempo, se ha restablecido la participación que tenían los préstamos al sector privado dentro de sus activos. Esto nos hace suponer que de aquí en adelante el crecimiento de los préstamos será algo más lento.

El Programa Monetario 2008

Con respecto a las proyecciones macroeconómicas, el Banco Central proyecta tasas de crecimiento del PIB en línea con nuestras estimaciones. La balanza comercial sería de U\$S 9.000 millones, una cifra inferior superior (nuestra previsión es de 7.000) a la que proyectamos debido principalmente a que estiman una menor elasticidad importaciones/PIB. La inflación medida por el índice IPC se ubicaría entre un rango del 7% y el 11%.

Los principales puntos del programa se resumen en lo siguiente:

Superávit externo: seguiría habiendo un superávit externo importante a monetizar partiendo del hecho que se proyecta una balanza comercial de U\$S 9.000 millones como ya mencionamos.

Sector público: se afirma que el superávit primario seguirá contribuyendo a equilibrar el mercado cambiario, interpretándose que el Tesoro comprará divisas para absorber el exceso del sector externo privado, aunque no se especifica en qué medida.

M2 total: se proyectan metas trimestrales con la innovación que ahora además de las bandas inferior y superior, se proyecta una meta “base”. Además, a fin de cada trimestre se anunciarán las metas con horizonte a 1 año.

M2 privado: habrá una meta anual. La novedad de establecer una meta para el M2 privado parece apropiada dado que es un mejor indicador de la demanda de medios de pago del sector privado con impacto sobre la presión inflacionaria.

Las metas base e inferior de crecimiento de los agregados monetarios (cuadro 8) son compatibles con nuestro escenario de desaceleración general en el crecimiento de los agregados monetarios para el año próximo. Esta hipótesis se basa en un menor excedente de divisas del sector externo en relación al año anterior y a una menor demanda de dinero transaccional en pesos del público debido al contexto de mayor inflación y tasas de interés más altas. Las metas superiores no prevén este posible escenario, y no se puede descartar que se siga con la inercia actual, en ese caso se aseguraría mantener también una alta tasa de crecimiento para el crédito. En grandes líneas, el programa no parece restrictivo en términos monetarios y no implica fuerte presión al alza de la tasa de interés.

5. Artículo: Los Biocombustibles y su impacto sobre el precio de las materias primas agrícolas

Introducción

El objetivo del presente informe es analizar la evolución que podría llegar a tener durante la próxima década la demanda de los principales biocombustibles y las consiguientes mayores necesidades de materias primas agrícolas. Luego analizaremos el posible impacto de esta mayor demanda sobre los precios agrícolas. Sin embargo, no es objeto de este estudio el posible impacto en los precios agrícolas por el crecimiento de la demanda de países emergentes como China, India, etc.

En primer lugar, definiremos brevemente los biocombustibles objeto del análisis y enumeraremos sus principales características. En segundo lugar, intentaremos cuantificar la evolución de la oferta y de la demanda de biocombustibles de un conjunto de países que se destacan por su importancia en el mercado, tanto como oferentes o como demandantes. En tercer lugar, proyectaremos el comportamiento futuro de los mercados de las dos principales materias primas asociadas al mayor uso de biocombustibles, como así también la presión que podría originarse sobre sus niveles de precios. Finalmente, extraeremos las conclusiones preliminares que se derivan del análisis anterior comparando una evolución de largo plazo de los principales precios involucrados.

Resumen Ejecutivo

- Las estimaciones de producción y consumo de bioetanol y biodiesel se basan en una muestra de los siguientes países, grandes productores y consumidores: Estados Unidos, Brasil y Argentina. Grandes consumidores como la Unión Europea y potencialmente China.
- La producción de bioetanol, utilizando como materia prima maíz, se duplicaría en los próximos 10 años y en el año 2016 llegaría a absorber el 18% de la producción mundial de la materia prima para este uso. A la vez, la producción de bioetanol, usando caña de azúcar como insumo, más que se duplicaría en el mismo lapso, y alcanzaría a absorber el 38,1% de la producción mundial de este insumo.
- La producción de biodiesel utilizando como insumo la soja, crecería un 60% en la próxima década y demandaría para ello un 19,4% de la producción mundial de esta oleaginosa.
- Lo anterior significa una mayor presión de demanda de los biocombustibles sobre las producciones de maíz, soja y caña de azúcar. La tierra tiene un uso alternativo entre soja y maíz, de modo que la presión de precios por aumento de demanda se transmitiría a los dos productos, como viene sucediendo en los últimos dos años desde que EEUU aumentó vigorosamente su producción de bioetanol. En el caso de caña de azúcar, la presión sobre los precios tendría que ser menor porque la mayor producción ocuparía tierras marginales de menor valor.
- Nuestra conclusión es que la reciente suba de precios agrícolas podría ser sostenible debido al importante choque positivo originado en este nuevo uso de las mismas.
- Desde un punto de vista económico la producción de biocombustibles sería rentable con un precio del petróleo en las cercanías de U\$S 50 el barril (WTI). Sin embargo, como existe una política de los países cada vez más “global” a favor del uso de la energía limpia, precios del petróleo de largo plazo por debajo de este mínimo, no eliminaría la tendencia creciente en la producción de biocombustibles, sino que originaría la necesidad de mayores subsidios para sostener la producción.
- Una visión alternativa es que los gobiernos buscarán evitar la suba de los precios de alimentos pues afectan el bienestar de la población y para ellos tendrían que relajar los objetivos de energía limpia.

Ernesto Gaba

egaba@bancofrances.com.ar

Jorge Lamela

jorge.lamela@bancofrances.com.ar

Adriana Haring

aharing@bancofrances.com.ar

I. Caracterización de los biocombustibles

Definición:

Constituyen combustibles obtenidos a partir de fuentes vegetales o animales, bien sea a partir de materias primas de ese origen o desechos orgánicos. Químicamente son alcoholes, éteres, ésteres y otros compuestos producidos a partir de la biomasa.

Entre los biocombustibles podemos incluir al bioetanol, biodiesel, biometanol y muchos otros, siendo los dos primeros los más empleados en la actualidad y el objetivo del presente informe.

Proceso de elaboración:

Los biocombustibles surgen del proceso de transesterificación de glicéridos utilizando catalizadores.

En el caso del biodiesel su elaboración parte de los aceites vegetales provenientes de distintas semillas oleaginosas o bien de grasa animal y utilizando como catalizador metanol o etanol previamente mezclado, en metil o etilglicerol. En el caso de los aceites vegetales pueden utilizarse soja, cártamo, colza, jojoba, palma, entre otros.

El bioetanol, en cambio es un subproducto obtenido a partir del procesamiento de productos como la caña de azúcar, el maíz, el sorgo, la remolacha azucarera, la mandioca, el eucalipto, etc.

Las conversiones son aproximadamente las siguientes: 1,03 Ton de aceite de soja para la obtención de 1 Ton de biodiesel, quedando como residuos glicerol y ácidos grasos. En el caso de bioetanol, la conversión es de 10 Ton de caña de azúcar por 1 Ton de bioetanol, quedando como residuo bagazo de caña de azúcar, o de 3,5 Ton de maíz por 1 Ton de bioetanol, quedando granos y solubles secos destilados.

II. Proyección del mercado de biocombustibles

Nuestro análisis se centra en el desempeño de un conjunto de países considerados actual o potencialmente relevantes actores en el mercado de los biocombustibles y/o proveedores de sus materias primas. En el caso de Estados Unidos, Brasil, China y Argentina, se reúnen ambas características mientras que con relación a la Unión Europea-25, se muestra como un importante demandante de biocombustibles pese a no disponer de las materias primas necesarias en cantidad suficiente.

Para estimar las producciones de biocombustibles de los países mencionados hemos utilizado como fuente el informe de la FAO-OCDE¹, estimaciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, Barómetro Biofuels para la Unión Europea y de estimaciones propias para el caso argentino. En lo que se refiere al consumo interno correspondiente a cada país, como veremos más adelante, se utilizaron fuentes locales en donde se determina por ley el tipo de corte de combustible requerido o por normas que establezcan el estándar de energía renovable necesario, obteniéndose en forma residual el saldo exportable o las necesidades de importación.

1- Estados Unidos: concentra su producción en bioetanol utilizando como materia prima el maíz. A partir de su producción en el año 2006 para lo cual se requirió de 72,7 millones de toneladas de maíz (25,8% de su producción) se procedió a estimar el escenario una década después de acuerdo a FAO-OCDE. La producción de bioetanol en el 2016 requeriría 139,2 millones de toneladas de maíz que bajo el supuesto de mantenimiento de la tasa de crecimiento de la producción estadounidense de los últimos 10 años de este cereal, representaría el 40,9% de su producción.

Para el caso de Consumo Interno se mantuvo la actual relación entre las necesidades derivadas de cumplir los estándares sugeridos de utilización de bioetanol con respecto a la producción estadounidense de este combustible, quedando como saldo exportable el remanente.

¹ OECD-FAO. Agricultural Outlook 2007-2016.

2- China: al igual que en el caso anterior las proyecciones se refieren a bioetanol. De una producción actual que se elabora a partir de otras materias primas (trigo entre otras) adoptamos como supuesto que todo incremento adicional se elaboraría a partir del maíz como materia prima.

Adicionalmente, para el caso chino hemos escogido dos supuestos relevantes, en primer lugar el Consumo Interno lo estimamos igual a la producción no existiendo por ende saldo exportable alguno y, en segundo lugar, la hipótesis de crecimiento del mercado es más moderada que la contemplada originalmente en el último plan quinquenal de la “Nacional Development Reform Comisión (NDRC)”.²

3- Brasil: en el caso del bioetanol, se diferencia por utilizar la caña de azúcar como materia prima. En el 2006 para una producción de 18,0 millones de m³ de bioetanol fueron necesarias procesar 211,8 millones de toneladas de caña de azúcar, mientras que las previsiones para el año 2016 alcanzan a una producción de 44,0 millones de m³, para lo cual se usarían 517,6 millones de toneladas de materia prima. Debe tenerse en cuenta que la proyección de la producción de materia prima se sustenta en el actual ritmo de crecimiento (últimos 10 años), es decir no incorporando nuevas tecnologías ni ampliando las fronteras de producción. No obstante, si bien el cálculo anterior se realizó bajo esos supuestos, es de esperar que nuevas tierras entren en producción (vía desmontes), lo cual podría en un futuro presionar al alza el precio de las tierras marginales. Ello no fue agregado debido a la dificultad de establecer un patrón de incorporación de tierras a la producción.

En lo que respecta a biodiesel las cifras son sensiblemente menores suponiendo que se utilizara exclusivamente soja para su producción se pasaría de un requerimiento de 6,5 millones de toneladas a 18,6 millones de toneladas, lo que significaría para una producción que crece a igual tasa que en los últimos años, pasar de 11,4% al 24,1% de la producción nacional.

En cuanto al Consumo Interno de ambos combustibles se calcula en un 80% de la producción nacional, siendo el remanente destinado a la exportación.³ Asimismo, las proyecciones del Consumo Interno las mantenemos en similares proporciones debido al amplio desarrollo que tiene el mercado doméstico del biocombustible en Brasil.

4- Argentina: Actualmente la producción nacional de biocombustibles prácticamente no existe. Para el 2016, nuestros supuestos de producción se sustentan en la utilización a pleno de la capacidad instalada, la cual surge de los anuncios de inversión conocidos a la fecha. Así, la producción prevista de biocombustibles alcanzaría al 2016 a: bioetanol, 0,3 millones de m³ (para lo cual se requerirían 1 millón de toneladas de maíz, lo que representaría el 3,7% de la producción nacional de este grano para dicho período) y biodiesel, 1,8 millones de m³ (usando 14,1 millones de toneladas de soja, esto es, un 22,0% de la producción nacional de este cultivo).

Para estimar el consumo interno de ambos biocombustibles, nos basamos en lo que contempla la normativa argentina al respecto. Así, la ley establece que, a partir del año 2010, se deberá alcanzar un corte de 5% para ambos biocombustibles. De esta manera, de acuerdo a nuestras estimaciones de evolución de consumo de combustibles fósiles (nafta y gasoil) calculamos las necesidades de bioetanol y biodiesel respectivamente.

5- Finalmente, otro actor fundamental en el mercado de biocombustibles es la Unión Europea, aunque ya no desde la perspectiva de “oferente” sino más bien como “demandante” neto de estos biocombustibles.

La producción de biocombustibles en el 2006 se realizó en función de la publicación europea “Barómetro Biofuel”. De allí se obtuvieron las producciones de bioetanol (1,4 millones de m³) y de biodiesel (5,1 millones de m³) para el año 2006. La materia prima utilizada es para el caso del bioetanol principalmente trigo y para biodiesel colza y aceite de palma. En ambos casos la demanda fue prácticamente satisfecha por la producción generada en la propia Unión Europea, aunque fuera necesario importar parte de la materia prima correspondiente.

² Ver el informe Biofuel y Etanol en China enviado por Ya-Lan el 27.07.07. El objetivo inicial del último plan quinquenal era alcanzar los 5,22 millones de toneladas en el 2010 pero el Consejo de Estado no aprobó este plan debido a su potencial impacto al alza en los precios de los alimentos.

³ Según datos de CONAB y SECEX

Para estimar el escenario del 2016 se partió del supuesto de que la capacidad de producción local no se incrementa, mientras para el cálculo de la demanda realizamos el siguiente ejercicio:

- Partiendo de los datos conocidos al 2006, se proyectaron los siguientes 10 años en función del requerimiento impuesto por la ley en materia de mezcla obligatoria que se incrementa gradualmente hacia el año 2016, desde el actual corte de 2,75% se llegaría al 7% que debería prevalecer al final del período; asumimos que la demanda de combustible fósil se mantendría estable, tal como ocurriera en los últimos 5 años según se desprende de los datos de la OPEP.
- Mantenemos la proporción de producción de biodiesel y bioetanol en similares parámetros que los obtenidos en 2006 (75% y 25%, respectivamente).
- El resultado de este ejercicio indica que de una situación prácticamente de autoabastecimiento en el 2006, se pasaría a una necesidad creciente de importaciones, fundamentalmente de biodiesel, hacia el 2016.
- Esta situación podría atemperarse si se contempla que se amplía la capacidad de producción.

De esta manera Europa incrementará su demanda de bioetanol a 3,3 millones de m³ y la de biodiesel a 11,8 millones de m³. Ahora bien, en ambos casos y de acuerdo a nuestros supuestos, la demanda europea superará a la producción regional. Esto es mucho más evidente en el caso de biodiesel que de bioetanol, considerando que las demandas adicionales se cubrirán con la utilización de las materias primas consideradas en este informe (maíz y soja).

Mercado de Bioetanol

Países	Situación inicial: Año 2006			% materia prima s/producción mundial
	millones de m ³			
	Producción	Consumo Interno	Exportaciones netas	
Materia prima maíz:				
EEUU	23,5	15,7	7,8	10,4%
Argentina	0,0	0,0	0,0	0,0%
Bioetanol maíz	23,5	15,7	7,8	10,4%
Materia prima caña de azúcar:				
Brasil	18,0	14,4	3,6	16,1%
Otras materias primas:				
China	1,5	1,5	0,0	-
Unión Europea	1,4	1,4	0,0	-

Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de FAO-OCDE, USDA, Barómetro Biofuels y elaboración propia.

Mercado de Bioetanol

Países	Situación final: Año 2016			% materia prima s/producción mundial
	millones de m ³			
	Producción	Consumo Interno	Exportaciones netas	
Materia prima maíz:				
EEUU	45,0	30,0	15,0	16,1%
China	0,8	0,8	0,0	0,8%
Unión Europea	0,0	1,9	-1,9	-
Argentina	0,3	0,3	0,0	0,1%
Bioetanol maíz	46,1	33,0	13,2	17,0%
Materia prima caña de azúcar:				
Brasil	44,0	35,2	8,8	38,1%
Otras materias primas:				
China	1,5	1,5	0,0	-
Unión Europea	1,4	1,4	0,0	-

Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de FAO-OCDE, USDA, Barómetro Biofuels y elaboración propia.

Nótese que existe una oferta excedente creciente de bioetanol al considerar los países mencionados, la cual abastecerá a terceros mercados, como por ejemplo Japón y países del Sudeste Asiático.

Mercado de Biodiesel

Países	Situación inicial: Año 2006			
	millones de m3			% materia prima s/producción mundial
	Producción	Consumo Interno	Exportaciones netas	
Materia prima soja:				
EEUU	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
China	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Brasil	0,8	0,8	0,0	2,9%
Argentina	0,0	0,0	0,0	0,0%
Biodiésel soja	0,8	0,8	0,0	2,9%
Otras materias primas:				
Unión Europea	5,1	4,7	0,4	-

Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de FAO-OCDE, USDA, Barómetro Biofuels y elaboración propia.-

Mercado de Biodiesel

Países	Situación final: Año 2016			
	millones de m3			% materia prima s/producción mundial
	Producción	Consumo Interno	Exportaciones netas	
Materia prima soja:				
EEUU	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
China	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Unión Europea	0,0	6,6	-6,6	-
Brasil	2,4	1,9	0,5	5,0%
Argentina	1,8	0,8	1,1	3,8%
Biodiésel soja	4,2	9,3	-5,1	8,8%
<i>Producción faltante</i>	5,1	-	5,1	10,6% 19,3%
Otras materias primas:				
Unión Europea	5,1	4,7	0,4	-

Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de FAO-OCDE, USDA, Barómetro Biofuels y elaboración propia.-

Contrariamente a lo que ocurre con el bioetanol, existe una demanda excedente para el caso del biodiesel, la cual deberá ser abastecida por terceros mercados o bien con un aumento en la capacidad productiva de los países mencionados por arriba de la considerada.

De lo anterior se desprende que teniendo en cuenta a los cuatro países y la Unión Europea, las necesidades de materias primas para la producción de biocombustibles significarían para el 2016 una mayor presión de la demanda mundial afectando los niveles de precios.

Es importante aclarar también que las estimaciones contemplan el uso de maíz (bioetanol fuera de Brasil) y soja (biodiesel) exclusivamente, dejando de esta manera de lado insumos alternativos que requerirían de tecnologías diferenciales y que por el momento implican mayores costos. Además, podrían enfrentarse problemas de escala en la producción para lo cual serían necesarios por lo menos una década para resolverlos.

III. Impacto de los Biocombustibles en los mercados de maíz y soja

La creciente presencia de este nuevo uso de las materias primas vegetales agrega mayor presión a sus niveles de precios. Como vimos anteriormente, en el caso del maíz, pese a tener en cuenta un escenario de crecimiento de la producción mundial de este cultivo, el uso para bioetanol cada vez representa un porcentaje mayor de la oferta mundial, mientras que en el caso de la soja esto no es tan evidente por su fuerte crecimiento productivo, aunque el uso para biodiesel crece considerablemente.

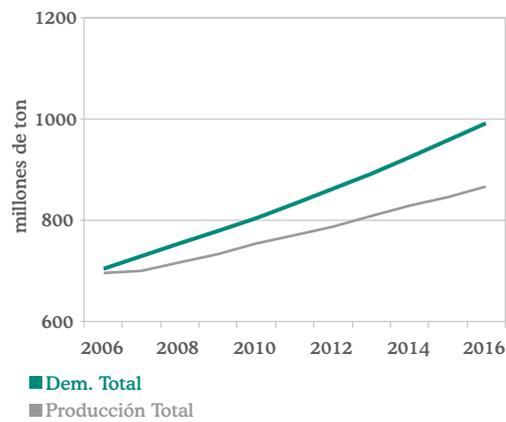
Tasa de crecimiento en los ingresos

Promedio anual período

Región	1997/2006	2007/2016	Participación en el ingreso (2006)
Mundo	2,86	3,05	100,0
África	4,21	4,32	1,8
Latinoamérica y Caribe	2,27	3,79	5,9
Norte América	2,81	2,62	32,3
Europa	2,20	2,13	27,6
Asia	3,55	4,02	30,3
Oceanía	3,33	2,72	2,0

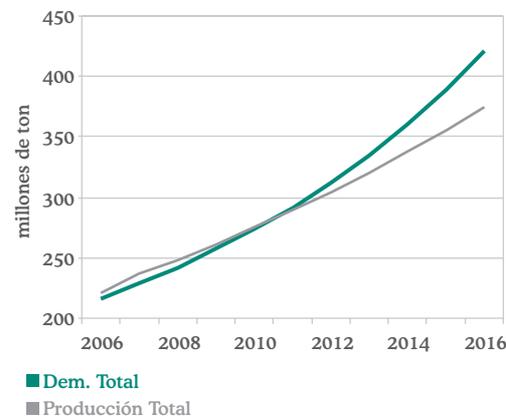
Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de OECD-FAO Agricultural Outlook 2007-2016.

Proyección Mercado del Maíz



Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de OECD-FAO Agricultural Outlook 2007-2016.

Proyección de Mercado de la Soja



Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de OECD-FAO Agricultural Outlook 2007-2016.

Nuestro objetivo en esta tercera parte es intentar estimar el impacto que sobre el precio de las materias primas puede tener la mayor demanda que surgiría de la producción de biocombustibles y al mismo tiempo determinar si Argentina puede –aumentando su producción- abastecer el exceso de demanda que prevemos para Europa.

A continuación presentamos la evolución del mercado mundial de maíz y soja para la próxima década, tomando en cuenta además de los supuestos antes reseñados sobre las tendencias de la producción y de las demandas para biocombustibles, la evolución de la demanda para otros usos de estos granos que asumimos con un comportamiento expansivo conforme al crecimiento mundial proyectado (3,05% promedio anual según el informe FAO-OCDE) y teniendo en cuenta la elasticidad Consumo a PIB mundial de cada uno de ellos (maíz 1,0 y soja 1,75).

El crecimiento de la producción es el que -en promedio- se verificó en la última década, con lo cual habría -ex ante- un incremento en la demanda superior al registrado en la oferta, lo que implica una presión sobre los precios, con el consiguiente aliciente a aumentar la producción. Esto es particularmente notorio en el caso del maíz, como se aprecia en el gráfico siguiente, en el cual la producción sólo crece al 2% anual.

Estimación del Mercado de Maíz

millones de toneladas

	Consumo de maíz según destino			Producción
	Bioetanol	Otros usos	Dem. Total	Total
2006	72,7	631,3	704,0	696,2
2007	77,6	650,6	728,2	701,0
2008	82,8	670,4	753,2	717,8
2009	88,4	690,8	779,2	734,9
2010	94,3	711,9	806,2	752,5
2011	100,6	733,6	834,2	770,5
2012	107,4	756,0	863,4	788,9
2013	114,6	779,1	893,6	807,8
2014	122,2	802,8	925,1	827,1
2015	130,4	827,3	957,8	846,9
2016	139,2	852,5	991,7	867,1

Tasas de Crecimiento	Promedio Anual
Bioetanol	6,7%
Otros usos	3,05%
Dem. Total	3,5%
Producción	2,2%

Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de OECD-FAO Agricultural Outlook 2007-2016.

Estimación del Mercado de Soja

millones de toneladas

	Consumo de soja según destino			Producción
	Biodiesel	Otros usos	Dem. Total	Total
2006	6,5	208,8	215,3	220,6
2007	8,3	219,8	228,1	236,1
2008	10,5	231,4	241,9	248,5
2009	13,4	243,6	257,0	261,5
2010	17,0	256,5	273,5	275,3
2011	21,7	270,1	291,7	289,7
2012	27,6	284,3	311,9	304,9
2013	35,1	299,3	334,4	321,0
2014	44,7	315,2	359,8	337,8
2015	56,8	331,8	388,6	355,6
2016	72,3	349,3	421,6	374,3

Tasas de Crecimiento	Promedio Anual
Biodiesel	27,2%
Otros usos	5,3%
Dem. Total	7,0%
Producción	5,4%

Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de OECD-FAO Agricultural Outlook 2007-2016.

En el caso de la soja, como se advierte en el gráfico precedente, se da un mayor balance entre la oferta y la demanda por el importante incremento de la producción (5,4% promedio anual en la última década), sobre el cual podría plantearse dudas sobre su sostenibilidad ante el incentivo existente a sustituir tierras. Es decir, la mayor presión sobre el precio del maíz podría generar (se ha visto el año pasado en EEUU) un proceso de sustitución de tierras destinadas a este cultivo en lugar de soja y por ende el crecimiento de esta última no podría sostenerse en el tiempo.

Si el PIB mundial desacelerara 100 basis points y en lugar de crecer al 3,05 como proyecta el informe de la OCDE-FAO, lo hiciera al 2,05%, la menor demanda de estas materias primas para "otros usos" liberaría producción que se podría destinar al mercado de biocombustibles. De este modo, la presión sobre los precios disminuiría, al achicarse la brecha entre la oferta y la demanda. En el caso del maíz seguiría existiendo cierta presión sobre los precios aunque disminuida, mientras que en el caso de la soja existiría un exceso de oferta por el fuerte crecimiento supuesto en la misma.

Con respecto al abastecimiento de las necesidades de biodiesel de la Unión Europea, éstas podrían en parte ser satisfechas por Argentina ya que, como vimos, si tomamos en consideración la capacidad de producción que surge de las plantas habilitadas y de los grandes proyectos anunciados para nuestro país tendrían excedentes exportables.

Mercado Mundial de Maíz

	Campañamillones de toneladas						Stock Final	Stock/Prod. en %
	Stock inicial	Producción	Importaciones	Consumo	Exportaciones	Stock Final		
1999/00	169,1	607,0	80,0	604,6	85,8	171,5	28,1%	
2000/01	171,1	587,3	75,4	604,9	77,4	153,5	27,6%	
2001/02	152,1	599,4	74,4	621,7	76,0	129,8	23,5%	
2002/03	148,1	601,1	76,8	626,7	78,2	122,5	22,5%	
2003/04	123,4	323,0	86,5	646,7	77,3	99,7	34,5%	
2004/05	103,5	712,8	77,1	685,0	78,2	131,3	16,5%	
2005/06	130,7	696,2	79,4	703,9	80,9	123,0	18,2%	
2006/07	123,0	703,4	88,8	721,4	91,3	105,1	16,2%	

Fuente: USDA.

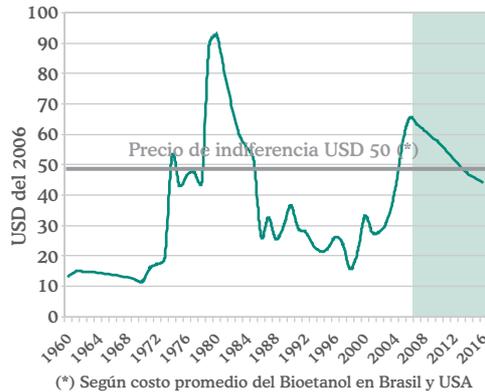
Mercado Mundial de Soja

	Campañamillones de toneladas						Stock Final	Stock/Prod. en %
	Stock inicial	Producción	Importaciones	Consumo	Exportaciones	Stock Final		
1999/00	26,6	159,9	47,7	160,5	46,7	27,0	16,8%	
2000/01	28,0	175,1	54,9	172,1	55,1	30,9	16,8%	
2001/02	30,7	184,9	54,2	184,0	53,6	32,1	17,0%	
2002/03	33,2	197,1	62,7	190,6	61,7	40,7	18,7%	
2003/04	40,5	186,3	54,3	190,0	55,9	35,2	20,3%	
2004/05	38,6	216,0	63,6	205,4	64,5	48,2	20,1%	
2005/06	47,5	220,4	64,1	215,3	63,9	52,9	22,8%	
2006/07	52,9	235,8	68,1	223,5	70,3	62,9	24,6%	

Fuente: USDA.

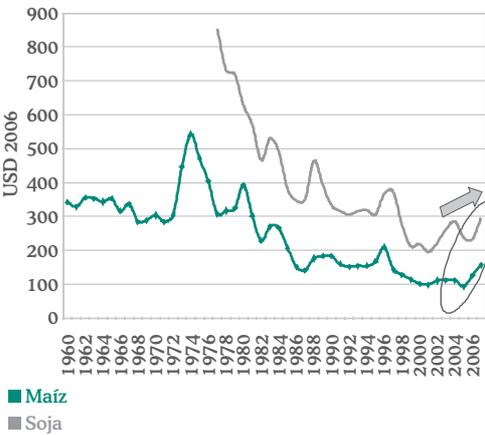
Las tablas precedentes muestran la evolución del mercado de maíz y soja, haciendo hincapié en los stocks medios y su relación con la producción anual de cada grano. En el caso del maíz, los inventarios están bajando, lo que podría deberse o bien a un tema de precios o bien a una mejora en la presentación de los inventarios.

Precio del Petroleo a dólares constantes del 2006



Nota: El precio de indiferencia U\$S 50 corresponde a la producción de bioetanol en USA y Brasil.
Fuente: SEE BBVA Banco Francés en base a Bloomberg y FAPRI para el largo plazo.

Precio de Commodities agrícolas a dólares constantes de 2006



Fuente: SEE BBVA Banco Francés en base a datos de la SAGPyA.-

IV. Evolución histórica del precio de los commodities involucrados

Medidos a dólares constantes del año 2006, el precio del petróleo muestra un pico en el último año, con tendencia a la desaceleración, asumiendo para el largo plazo las previsiones de FAPRI. A pesar del importante aumento del precio del crudo en los últimos años, a precios constantes, aun está por debajo de los máximos alcanzados durante la segunda crisis petrolera. Quitando los dos episodios de las crisis petroleras (1973 y 1979) en donde la serie muestra picos extremadamente elevados, la tendencia desde entonces es a la baja pero revirtiéndose en la última década (una nueva crisis petrolera?).

Es importante tener en cuenta que el desarrollo del mercado de biocombustibles sin subsidios estatales es factible según la opinión de expertos en la materia con un precio de corte del barril de petróleo de alrededor de U\$S 50. La situación actual del mercado petrolero y el escenario futuro del mismo hacen prever una evolución en este sentido. Sin embargo, hacia el final del período de previsión se observan precios del petróleo crudo por debajo del precio de corte, con lo será necesaria la intervención estatal para poder desarrollar el sector cumpliendo así con las normativas medioambientales adoptadas por los distintos Estados.

Por otra parte, como muestra el siguiente gráfico, la tendencia de los precios agrícolas (a dólares constantes) muestra a largo plazo un comportamiento descendente, corroborando la hipótesis Prebisch -Singer de deterioro en los términos de intercambio.

En efecto, como indica la tabla de más abajo, en casi medio siglo (1960-2007) el precio del maíz acumula una caída del 53,9%, es decir una reducción promedio anual del orden del 0,9%.

En el caso de la soja, donde la serie de precios se dispone desde comienzos de los '80, en los últimos 27 años (1980-2007), su precio acumula una caída mayor, del 52,8%, con un promedio anual de -1,6%.

Evolución de Maíz y de la Soja a dólares constantes

Período	Variaciones %			
	Maíz		Soja	
	Acumulada	Promedio anual	Acumulada	Promedio anual
1960-1970	-11,0%	-1,0%	n.d.	n.d.
1970-1980	29,4%	2,6%	n.d.	n.d.
1980-1990	-53,6%	-4,4%	-47,1%	-3,9%
1990-2000	-44,1%	-3,7%	-33,9%	-3,0%
2000-2007	54,3%	6,4%	35,0%	4,4%
1960-2007	-53,9%	-0,9%	n.d.	n.d.
1980-2007	-60,0%	-1,8%	-52,8%	-1,6%

Fuente: SEE BBVA Banco Francés sobre datos de la SAGPyA, Departamento de Comercio de EEUU y elaboración propia.-

En ambos casos, la tendencia decreciente de los precios refleja dos excepciones: los períodos 1970-1980 y 2000-2007, donde los precios muestran un aumento y coinciden con los períodos de fuerte shock en el precio del petróleo, lo cual impacta en los *commodities* agrícolas. No puede descartarse que en el ciclo actual el precio de los *commodities* agrícolas también suba por efecto de la presión de demanda producida por los biocombustibles. Este nuevo choque positivo sobre el precio de los *commodities* debería tener carácter más permanente según nuestras proyecciones de aumento de producción de biocombustibles analizadas previamente.

Argentina

Indicadores Económicos Básicos	2005	2006	2007(p)	2008(e)
Actividad				
PBI Nominal (\$, miles de millones)	531,9	654,4	800,6	975,4
PBI Nominal (USD miles de millones)	181,0	211,6	255,1	303,7
PBI Real (Variación %)	9,2	8,5	8,5	7,5
Tasa de desempleo (promedio anual)	11,6	10,2	8,3	7,1
Precios				
PBI Deflactor (Var. % prom.)	8,8	13,5	12,7	13,3
IPC (Var. %, fin de año)	12,3	9,8	8,5	11,0
Sector Externo				
Exportaciones (USD miles de millones)	40,4	46,5	55,3	62,0
Importaciones (USD miles de millones)	28,7	34,2	44,5	54,9
Balance Comercial (USD miles de millones)	11,7	12,3	10,8	7,0
Saldo Cuenta Corriente (USD miles de millones)	5,7	8,1	6,5	3,0
Tipo cambio nominal libre (\$/USD, fin período)	3,03	3,08	3,16	3,25
Tipo cambio nominal de referencia (\$/USD, fin período)	3,01	3,06	3,14	3,23
Tipo cambio Real Bilateral (\$/USD, fin de período) ^{1a/}	1,93	1,84	1,80	1,71
Tipo de Cambio Real Multilateral, (\$/USD, fin de período) ^{1b/}	2,23	2,26	2,45	2,33
Deuda externa privada (USD miles de millones) ^{6/}	48,4	47,8	52,0	n.d.
Sector Financiero				
Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) ^{2/}	98,5	120,7	150,7	184,5
Depósitos sector privado Var. anual %	21,4	22,5	24,8	22,5
Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) ^{2/}	52,6	74,3	104,3	135,9
Préstamos al Sector privado Var. anual %	36,0	41,3	40,4	30,3
Tasa de interés Bcos Privados Dep 30-44 días (fin año)	6,4	8,9	12,2	12,7
Reservas internacionales del BCRA (USD miles de millones) ^{3/}	28,1	32,0	46,2	54,6
Sector Público				
Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) ^{4/}	19,7	23,2	25,8	36,6
Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) ^{4/}	9,4	11,6	9,3	19,5
Deuda pública total (USD miles de millones) ^{5/}	128,6	136,7	137,1	n.d.
Deuda pública moneda extranjera (USD miles de millones) ^{5/}	66,5	71,2	72,4	n.d.
Deuda pública externa (USD miles de millones) ^{5/}	60,9	56,2	60,0	n.d.

Indicadores de Riesgo (%)	2005	2006	2007(p)	2008(e)
Cuenta Corriente/PBI	3,1	3,8	2,6	1,0
Balanza Comercial/PIB	6,4	5,8	4,2	2,3
Exportaciones/PIB	22,3	22,0	21,7	20,4
Importaciones/PIB	15,8	16,1	17,4	18,1
Resultado fiscal primario/PBI	3,7	3,5	3,2	3,8
Deuda pública/PBI	71,1	64,6	53,7	n.d.
Deuda pública externa/PBI	33,6	26,6	23,5	n.d.

Notas:

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

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

Aumento (disminución) implica depreciación (apreciación)

^{2/} Total Sector privado, incluye pesos más dólares

^{3/} Reservas líquidas más oro, fin del período.

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

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

^{5/} Deuda pública al 30/09/2007 (excluye holdouts). Sec. Financiamiento

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
EE.UU.	3,1	2,9	2,1	1,7	3,4	3,2	2,8	2,7
UEM	1,6	2,9	2,7	1,8	2,2	2,2	2,1	2,4
Japón	1,9	2,2	1,9	1,5	-0,3	0,1	0,0	0,4
China	10,4	11,1	11,4	9,9	1,8	1,5	4,8	3,8

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08
EE.UU.	5,25	4,75	4,25	3,25				
UEM (\$/€)	3,50	4,00	4,00	3,75	1,32	1,35	1,47	1,40
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	0,50	0,75	117	123	112	105
China (cny/\$)	6,12	7,47	8,01	8,28	7,81	7,30	6,9	6,7

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9,2	8,5	8,5	7,5	12,3	9,8	8,5	11,0
Brasil	2,9	3,7	5,2	4,6	5,7	3,1	4,5	4,5
Chile	5,7	4,0	5,2	4,7	3,7	2,6	7,8	4,3
Colombia	4,7	6,8	7,0	5,4	4,9	4,5	5,7	4,5
México	2,8	4,8	3,1	2,7	3,3	4,1	3,8	3,6
Perú	6,7	7,6	8,3	7,0	1,5	1,1	3,9	2,6
Venezuela	10,3	10,3	8,4	5,7	14,4	17,0	22,5	21,6
LATAM ¹	4,5	5,4	5,4	5,0	6,0	5,1	6,2	5,9
LATAM Ex-México	5,2	5,6	6,4	5,4	6,9	5,4	7,0	6,7

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina ²	1,8	1,8	2,0	1,9	3,1	3,8	2,6	1,0
Brasil	-3,1	-2,3	-2,3	-1,6	1,8	1,6	0,6	-0,5
Chile ²	4,5	7,7	8,9	5,0	1,0	3,6	3,4	-0,3
Colombia	0,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,5	-2,1	-3,9	-4,5
México	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,7	-0,2	-0,8	-1,1
Perú	-0,3	2,1	2,9	1,2	1,4	2,8	1,4	-0,6
Venezuela ²	1,6	0,0	-0,8	-1,5	17,7	15,0	11,4	8,7
LATAM ¹	-0,7	-0,5	-0,4	-0,5	2,0	2,3	1,2	0,1
LATAM Ex-México	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6	3,4	3,5	2,0	0,5

¹ Media de los países mencionados ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	3,01	3,06	3,16	3,25	6,4	8,9	12,2	12,7
Brasil	2,28	2,15	1,78	1,75	18,00	13,25	11,25	10,75
Chile	514	528	499	485	4,50	5,25	6,00	6,00
Colombia	2279	2261	2014	2215	6,3	6,8	8,9	9,5
México	10,69	10,88	10,86	10,85	8,0	7,0	7,4	7,5
Perú	3,43	3,21	2,98	2,90	3,25	4,50	5,00	5,75
Venezuela	2150	2150	2150	2	11,7	10,3	11,7	12,9

Interesados dirigirse a:

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

Servicio de Estudios Económicos:

Director:
 José Luis Escrivá

Economistas Jefe:
 Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo
 España: Julián Cubero
 Análisis Sectorial: Ana Rubio
 Europa: Miguel Jiménez

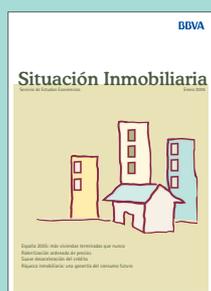
Análisis cuantitativo: Giovanni Di Placido
Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero
Análisis macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo
 Argentina: Ernesto Gaba
 Chile: Miguel Cardoso
 Colombia: Juana Tellez
 Perú: Hugo Perea
 Venezuela: Alejandro Puente
 China: Ya-Lan Liu
 Norteamérica: Jorge Sicilia
 Estados Unidos: Nathaniel Karp
 México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

otras publicaciones



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