

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2 / Nro. 6 - Segundo trimestre 2006



PIB Potencial y brecha de producto  
Menor inflación en el primer trimestre 2006  
La dinámica salarial en el período post-crisis  
Análisis del Sector Ganadero  
Estimación de una Curva de Phillips para Argentina

# Indice

Fecha edición: 6 de abril de 2006

<b>1. Editorial</b>	2
<b>2. Entorno internacional</b>	3
<b>3. Entorno Macroeconómico</b>	6
2005: tercer año consecutivo de elevado crecimiento	6
Recuadro: PIB Potencial y Brecha de Producto	8
Tendencia de ingresos y gastos fiscales	9
Menor inflación en el primer trimestre 2006	11
El peso Argentino se deprecia	13
Los Términos del Intercambio: en máximos históricos	15
La dinámica salarial en los períodos post-crisis	16
Recuadro: Análisis del Sector Ganadero	18
Artículo: Estimación de una Curva de Phillips para Argentina	20
<b>4. Entorno Monetario</b>	24

## Han elaborado esta publicación:

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

## 1. Editorial

### El crecimiento sigue a toda marcha, pero preocupa la inflación

En el trienio 2003-05 el PIB alcanzó un vigoroso aumento del 9% promedio anual, exhibiendo un 9,2% el año pasado, lo cual nos llevó a elevar nuestra previsión de crecimiento del 2006 al 7,8%. Este extraordinario desempeño ayudó a disminuir el desempleo y la pobreza que alcanzaron en el año 2002 niveles inéditos en la historia económica argentina. Sin embargo, la contrapartida es una inflación creciente, que se duplicó superando el 12% el año pasado, consecuencia de una brecha de producto que se volvió positiva luego de haber alcanzado valores de -10% en 2002. Una demanda interna de bienes de consumo e inversión que crece a un promedio cercano al 10% anual, frente a un crecimiento sostenible del PIB a largo plazo entre el 3,5% y 4% anual, sugiere un desbalance que mientras más tarde en corregirse, más costoso será en términos de una inflación creciente y llevará finalmente a un ajuste brusco con efectos recesivos.

La inflación del 2006 continuaría entorno al 12% debido al efecto de varias políticas

Los acuerdos de precios impulsados por la Ministro Miceli ayudaron en el 1° trimestre de este año a frenar las expectativas de remarcación de precios y están contribuyendo a moderar las subas salariales como lo indican los primeros convenios que acaban de acordar aumentos del 19%. También están contribuyendo a contener los precios la continuidad de la solvencia fiscal y una política monetaria menos expansiva. El BCRA ahora fija sus metas monetarias sobre la base del agregado M2 que en el 1° trimestre de 2006 se mantendría cerca de la banda inferior programada.

El BCRA aumentó su intervención cambiaria, no sólo impidiendo la caída del tipo de cambio nominal sino convalidando una leve depreciación, pero al mismo tiempo logró un mayor control monetario por diversas vías: comprando dólares con superávit fiscal, subiendo los encajes sobre los depósitos en cuenta corriente, y con una política de absorción más exitosa pagando por sus operaciones de mercado abierto, tasas de interés más competitivas. Estas políticas contribuyeron a una gradual suba en la tasa de interés nominal, si bien en términos reales seguirán siendo negativas este año.

### Entendiendo las causas de la inflación: modelo econométrico de la curva de Phillips

Nuestros ajustes muestran que existen 4 variables significativas como determinantes de la inflación: efecto positivo de las expectativas de inflación (donde los modelos mirando hacia delante o sobre la base de la experiencia pasada arrojan distintos impactos), la propia inflación rezagada (mostrando el carácter inercial de la variación de los precios), la brecha de producto (que tiene un efecto positivo sobre la inflación, pero con menor peso comparado con otras economías emergentes) y el tipo de cambio nominal cuya depreciación origina mayor inflación.

### El equilibrio macro y desequilibrio micro no pueden convivir a largo plazo.

Los superávits gemelos, fiscal y externo, sostienen el equilibrio macro alentando la recuperación económica sin que la inflación acelere este año. Esta virtud convive desde el 2002 con un sistema de precios relativos, principalmente de la energía, notoriamente alejados de los precios internacionales, lo cual origina caídas de las exportaciones netas siendo los casos testigos gas y petróleo. En consecuencia, todos los consumidores locales gozan de un subsidio independientemente de su nivel de ingresos y a la vez, la rentabilidad de las empresas es marcadamente diferente por producir internamente o exportar/importar. Las proyecciones sugieren que para el 2006/2007 no corren peligro ni la solvencia fiscal ni el superávit externo, porque la erosión de los subsidios aún sería relativamente pequeña, pero en los años posteriores, el equilibrio macro no se sostendría si las distorsiones micro no se superan y/o se produce una caída en los elevados precios internacionales de nuestras exportaciones. Así, se presenta la paradoja de que a corto plazo el riesgo argentino baja pero mirando a largo plazo es más elevado por la ineficiente asignación de recursos que generan estas distorsiones de precios.

## 2. Entorno internacional

### Flujos de capital hacia emergentes: ¿exuberancia racional?

El comienzo del año 2006 ha mostrado una notable aceleración de los flujos de capital hacia las economías emergentes. De hecho, las entradas netas de capital en renta variable en los tres primeros meses de este año suponen el 110% del total de las entradas registradas en 2005, mientras que las entradas en renta fija suponen alrededor del 75% de todo lo recibido por estos países el año anterior. En consecuencia, los precios de los activos en estas economías están aumentando significativamente: los índices bursátiles muestran notables ganancias, las primas de riesgo alcanzan mínimos históricos, las divisas se aprecian.... Todo ello en medio de volatilidades en niveles relativamente bajos. Así, a pesar de que se aprecia alguna diferenciación por países, el contexto general de los mercados financieros para los países emergentes se puede considerar como muy favorable.

Ahora bien la sostenibilidad de este contexto en los próximos meses es la principal incertidumbre para los inversores y esto va a depender de factores domésticos, pero especialmente de factores externos. Aunque la mejoría de las variables fundamentales en muchos de los países emergentes está favoreciendo este comportamiento de los flujos de capital, no cabe duda de que las condiciones de elevado crecimiento de la economía mundial con una inflación controlada y con una liquidez elevada pudieran estar dando lugar a que hubiera algún tipo de infravaloración del riesgo por parte de los inversores.

### Dinamismo de la actividad mundial

En efecto, la actividad económica mundial se mantiene relativamente dinámica, a pesar de los elevados precios del petróleo. Aunque los datos del último trimestre de 2005 resultaron algo decepcionantes en Europa y en EEUU, los indicadores de estos primeros meses de 2006 están siendo superiores a lo esperado, especialmente en Europa, y en menor medida, se están produciendo algunas sorpresas al alza en el crecimiento económico en Japón y EEUU. Todo parece indicar que el crecimiento se mantendrá elevado, al menos en el primer semestre del año, aunque podría moderarse en el segundo semestre.

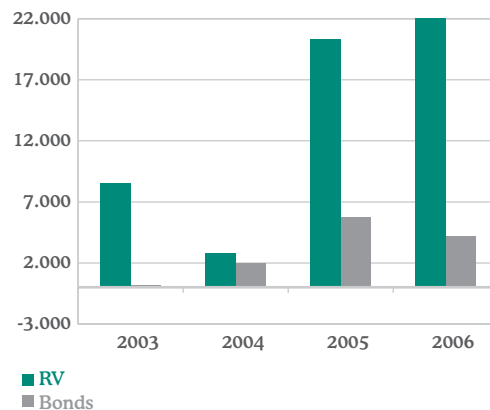
En EEUU, el crecimiento de la renta disponible muestra una significativa moderación, y la riqueza inmobiliaria podría moderarse a lo largo de este año. Todo ello apuntaría hacia una ralentización en el crecimiento del consumo en esta economía y hacia un menor crecimiento de la demanda interna, que podría ser parcialmente compensado por un mayor dinamismo de la externa. Un menor crecimiento en EEUU, parece estar en todo caso compensado por un mayor dinamismo previsto en otras economías. Por un lado, en Europa, la recuperación de las confianzas es un hecho, y debería venir acompañada de una mejoría de los datos de actividad, especialmente en economías que hasta ahora han mostrado un moderado crecimiento como ocurre con la alemana. Las condiciones financieras favorables para las empresas o la recuperación de la renta disponible de las familias, en un contexto de creación de empleo, constituyen bases sólidas para relanzar la demanda interna europea. Por otro lado, Japón sigue mostrando un notable crecimiento, superior a su potencial que podría facilitar una salida de la deflación en 2006.

A pesar del mayor crecimiento, la inflación se mantiene relativamente controlada, dentro de un rango, especialmente cuando se analiza su componente subyacente. Incluso en EEUU, donde la utilización de los recursos productivos, capital y trabajo, ha aumentado significativamente y supera sus promedios históricos, el repunte de la inflación energética apenas se ha trasladado a los precios finales. De hecho, el comportamiento de los salarios reales, con tasas de crecimiento prácticamente nulas, a pesar de la situación cíclica de la economía, proporciona cierto margen para inferir que cualquier repunte de inflación va a ser relativamente limitado.

En este contexto, la política monetaria de EEUU está próxima a terminar su ciclo de subidas de tasas, que podría suponer situar las tasas oficiales en el 5%. Indudablemente, a medida que se aproxima el final del ciclo de subida de tasas, aumenta la incertidumbre sobre la senda futura de las tasas de interés, frente a un periodo de relativa predictibilidad en su comportamiento. En la UEM, las tasas de interés, irán aumentando también de manera gradual y mucho más pausada hasta situarse en tasas del 3% a fines de 2006.

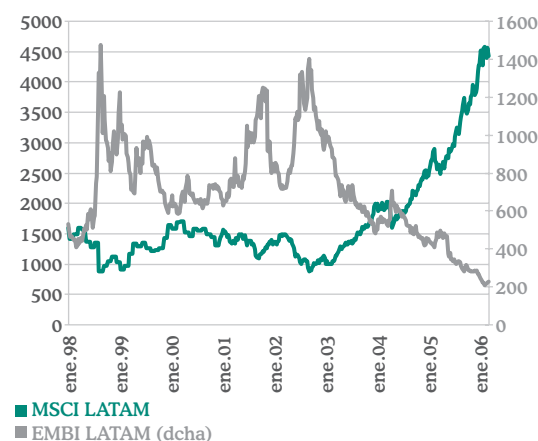
### Emergentes: entradas de capital netas acumuladas

(miles de millones de dólares)



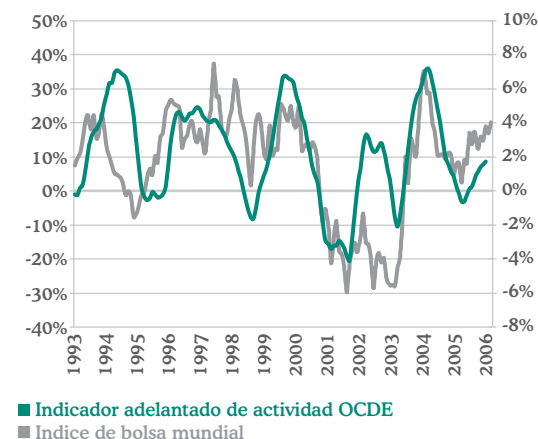
Fuente: BBVA - Capital Flows, EPFR

### América Latina: evolución de los mercados financieros



Fuente: JP Morgan y Morgan Stanley

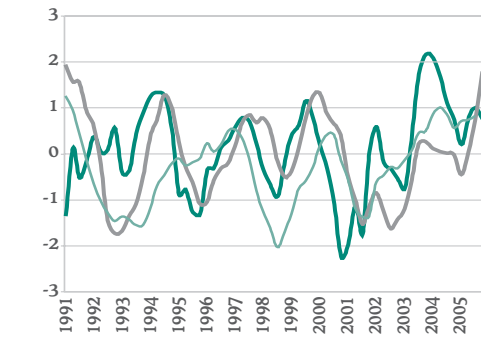
### Indicadores adelantados de actividad



Fuente: OCDE y Morgan Stanley

## Confianzas industriales

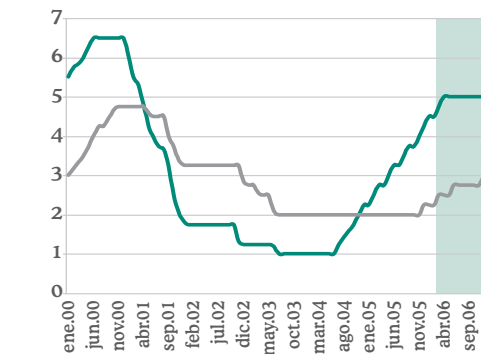
(índices estandarizados)



■ EE.UU.  
■ Alemania  
■ Japón

Fuente: IFO, ISM y Tankan

## Tasas de interés oficiales



■ EE.UU.  
■ UEM

Fuente: Reserva Federal, BCE y BBVA

## EEUU: Descomposición de los factores explicativos para las tasas a 10 años

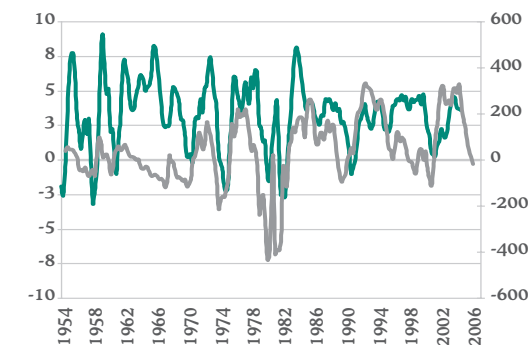
	Tasas 10 años	Tasas reales
1990	8,70	4,00
2005	4,30	2,00
<b>Variación</b>	<b>4,40</b>	<b>2,00</b>
Expectativas de tasas reales	-90	
Expectativas de inflación	-100	
Real term premium	-150	
Prima de riesgo por inflación	-30	

Fuente: BBVA

## EE.UU.: Crecimiento y pendiente

10 años / 3 meses

(6 trim. adelantada)



■ Crecimiento  
■ Pendiente 10/3

Fuente: BEA y Reserva Federal

También Japón dio en marzo el primer paso para cambiar su política monetaria: modificó la política de relajación cuantitativa, que podría señalar el abandono de las tasas de interés cero hacia fines de este año. En conjunto, los principales bancos centrales están moderando el grado de relajación que ha caracterizado a la política monetaria en años anteriores. Ahora bien, en todo caso, las tasas de interés esperados son inferiores a los máximos alcanzados en ciclos alcistas anteriores.

Pero no solamente los países industrializados muestran un notable dinamismo, sino que debe destacarse que la economía mundial muestra una creciente interrelación, ya que no podría explicarse su evolución sin incorporar el crecimiento de la economía china. Esta economía sigue dando muestras de que el modelo de crecimiento orientado a la exportación está permitiendo generar una elevada actividad, especialmente en el gasto en inversión. Adicionalmente toda la región asiática se está beneficiando de las sinergias que supone este tipo de crecimiento, incluida la propia economía japonesa. Pero también debe destacarse el comportamiento de las materias primas, especialmente de algunas metálicas como el cobre o el oro que consiguen desafiar todos los pronósticos y situarse en niveles de precios que suponen máximos históricos. Esta evolución de las materias primas constituye a su vez un motor del crecimiento para algunos países de América Latina.

## ¿Un mundo con cambios estructurales?

En gran medida, la cuestión principal es la sostenibilidad de esta situación en el tiempo. Indudablemente hay una serie de factores que sustentan la posibilidad de que la economía se encuentre ante un cambio estructural. Así, el desarrollo tecnológico y la globalización de la actividad, con el protagonismo de nuevos participantes en la economía de mercado están suponiendo una modificación en los mecanismos tradicionales de transmisión de precios y salarios. La credibilidad de los bancos centrales ha contribuido a mantener bajas tasas de inflación. Además, la globalización y diversificación de los mercados financieros, junto con la menor volatilidad macroeconómica, implica una reducción de las primas de riesgo, y, en consecuencia, supone una reducción de los niveles de las tasas de interés de largo plazo.

Este último es un factor diferencial significativo de la situación actual y podría explicar uno de los principales interrogantes: el hecho de que a pesar del aumento de las tasas oficiales en EE.UU., las tasas de largo plazo se hayan mantenido relativamente estables, y que, en consecuencia se haya producido un significativo aplanamiento de la curva de tasas, incluso una pequeña inversión de la misma. Habitualmente una inversión de la curva de tasas anticipaba una recesión económica, con un adelanto promedio de cuatro trimestres. Esto es, tasas futuras esperados más bajos eran la principal explicación de la menor pendiente de la curva de deuda. Ahora bien, en esta ocasión, es posible añadir una explicación a esta reducción de la pendiente. En efecto, como ha señalado recientemente Bernanke, el aplanamiento de la curva de deuda es probablemente consecuencia de una menor prima de riesgo, derivada de la menor incertidumbre macroeconómica y de la mayor demanda de bonos por parte de agentes que resultan poco sensibles a los criterios de rentabilidad-riesgo. Esta explicación podría suponer que una curva plana es compatible con un crecimiento estable en los próximos meses, y no con una recesión de la economía.

Además de estos factores estructurales, algunos elementos coyunturales contribuyen a reducir los riesgos en la situación actual. En primer lugar, el ajuste progresivo al alza de las tasas de interés oficiales constituye un primer paso para limitar el exceso de liquidez que podría haber llevado a infravalorar el riesgo de algunos activos. En segundo lugar, la diferencia en el crecimiento de la demanda interna entre EE.UU. y otras economías se está moderando, a medida que se va relanzando el crecimiento en Europa y Japón, y se modera el crecimiento del sector inmobiliario y del consumo en la economía estadounidense. Por último, el dinamismo de la economía china, superior al esperado, le está permitiendo ir ajustando de forma lenta pero gradual su tipo de cambio con el dólar.

## Escenarios de riesgo: poco probables

Ahora bien, a pesar de estos cambios estructurales, que constituyen el soporte del escenario base de crecimiento de la economía mundial, hay algunos elementos que podrían suponer riesgos a la baja sobre la actividad. La probabilidad de que la valoración del riesgo por parte de los inversores esté siendo

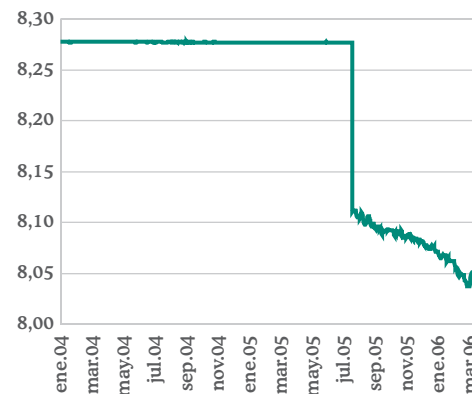
muy baja, provocando un aumento del precio de los activos en un entorno en el que las familias están muy endeudadas podría implicar algún ajuste económico. De igual forma, el elevado y creciente déficit corriente de EEUU, constituye un factor de incertidumbre, especialmente si se observa que una parte del déficit es financiado por el superávit de los países exportadores de petróleo y por los flujos de capital oficiales procedentes de la acumulación de reservas de un conjunto de países, especialmente emergentes asiáticos, que intentan evitar la revaluación de sus divisas.

Ahora bien, junto a los factores estructurales y coyunturales de soporte mencionados anteriormente, hay que señalar que, en todo caso, no es fácil anticipar ni la forma de un potencial ajuste ni el detonante del mismo. Un choque real, como podría ser un brusco aumento del precio del petróleo, consecuencia de una reducción significativa de la oferta, no necesariamente provocaría un fuerte aumento de la inflación y podría tener como consecuencia una recesión de las economías y menores tasas de interés. Un choque financiero, en el que el aumento de la aversión al riesgo llevase a los inversores a pedir una mayor remuneración por los activos de EEUU y que provocase una depreciación del dólar, significaría un notable aumento de las rentabilidades de la deuda en esta economía. Un error de política monetaria, que implicase tasas de interés oficiales demasiado altas y provocase un desplome del precio de los activos inmobiliarios, conduciría a una significativa recesión y a un descenso de tasas de interés en el futuro. Evidentemente, cualquiera de estos escenarios tendría consecuencias más negativas sobre el precio de los activos si fuera acompañado de un aumento de la inflación, en un contexto en el que las ganancias de productividad en EEUU se pusieran en duda y hubiera un retroceso en la globalización, derivado de la adopción de medidas proteccionistas en el comercio mundial. El mapa de riesgos, en consecuencia, es diverso y el detonante de un ajuste, difícil de anticipar. En todo caso, cuando se hace un balance entre los factores de soporte y los elementos de riesgo, se concluye que la probabilidad de estos escenarios de ajuste en el contexto actual resulta reducida.

### Tasas de largo plazo con recorrido limitado y dólar estable

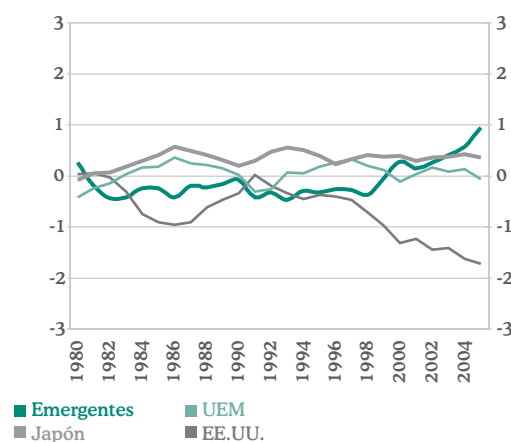
En consecuencia en el escenario central para las economías, la pendiente de la curva de deuda en EEUU se mantendrá relativamente plana, aunque a medida que aumente la incertidumbre sobre la política monetaria y se ralenticen algunos de los flujos de capitales de no residentes, podría mostrar una ligera inclinación. Las tasas de interés de largo plazo se situarán en el 4,8 y en el 5,1% en promedio en 2006 y 2007, respectivamente. En Europa, las tasas de largo plazo que han descendido significativamente en 2005, se mantendrán en niveles históricamente bajos debido al escaso recorrido al alza esperado para las tasas oficiales y a la demanda de activos de largo plazo de los inversores domésticos, en gran medida como consecuencia de medidas regulatorias. Así, en promedio, las tasas a diez años en Europa se situarán en 3,7 y 4,1% en 2006 y 2007, casi un punto por debajo de los de EEUU. Este diferencial de tasas de interés seguirá siendo uno de los principales soportes del dólar que con el euro se mantendrá en un rango estable en el entorno del 1,21 en 2006 y del 1,25 en 2007. Ahora bien, la situación de la balanza corriente en EEUU implica un balance de riesgos a la baja para el dólar.

### China: evolución del yuan/dólar desde la revaluación de julio



Fuente: Bloomberg

### Saldo por cuenta corriente en porcentaje PIB mundial



Fuente: FMI

	2005	2006	2007	2005	2006	2007
EEUU	Fin de periodo			Promedio		
Tasas oficiales	4,25	5,00	5,00	3,20	4,90	5,00
Tasas 10 años	4,50	5,20	5,10	4,30	4,80	5,10
UEM						
Tasas oficiales	2,25	3,00	3,25	2,00	2,60	3,20
Tasas 10 años	3,40	3,80	4,20	3,40	3,70	4,10
DIVISAS						
Dólar-euro	1,19	1,23	1,26	1,24	1,21	1,25

Fuente: BBVA

## Evolución del PIB

Serie en pesos a precios de 1993

	var. a/a serie original	var. t/t serie desest.
I Trim. '04	11,3%	2,3%
II Trim. '04	7,1%	0,9%
III Trim. '04	8,7%	2,9%
IV Trim. '04	9,3%	2,7%
Prom. 2004	9,0%	-
I Trim. '05	8,0%	1,1%
II Trim. '05	10,4%	3,0%
III Trim. '05	9,2%	2,6%
IV Trim. '05	9,1%	2,1%
Prom. 2005	9,2%	-

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

## Evolución de la Oferta y Demanda Global

series a precios de 1993 - variaciones en porcentajes

	Cons. priv.	Inversión	Expo.	Impo.	PBI
2000	-0,7%	-6,8%	2,7%	-0,2%	-0,8%
2001	-5,7%	-15,7%	2,7%	-13,9%	-4,4%
2002	-14,4%	-36,4%	3,1%	-50,1%	-10,9%
2003	8,2%	38,2%	6,0%	37,6%	8,8%
2004	9,5%	34,4%	8,1%	40,1%	9,0%
2005	8,9%	22,7%	13,8%	20,3%	9,2%
2006 (e)	7,0%	18,0%	7,0%	17,0%	7,8%

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales y elaboración propia

## Proyección de la evolución del PIB

series a precios de 1993 - variaciones en porcentajes

	Arrastre estadístico	Crecimiento Trim. marginal	Proyección del PIB
2003	0,9%	2,8%	8,8%
2004	3,6%	2,2%	9,0%
2005	3,7%	2,2%	9,2%
2006	3,6%	1,6%	7,8%

Fuente: Estimaciones BBVA Banco Frances

## Participación del Consumo Privado en el PIB y en la Oferta Global

	Cosumo privado / PIB	Cosumo privado / Oferta global
Período Convertibilidad	68,9%	61,8%
Período Post-Convertibilidad	65,8%	60,4%

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

## 3. Entorno Macroeconómico

### 2005: tercer año consecutivo de elevado crecimiento

Los datos de PIB del IV trimestre del año pasado confirmaron las expectativas de crecimiento superior al 9,0% durante 2005, manteniéndose el importante dinamismo exhibido por el nivel de actividad económica durante los tres últimos años que siguieron a la crisis de 2002.

En cuanto al crecimiento marginal (sobre la serie ajustada por estacionalidad) se observa que el promedio trimestral de aumento del PIB del pasado año alcanzó al 2,2% repitiendo los niveles del 2004, aunque con una cadencia diferente. Debe recordarse que durante el 2004 fue el segundo trimestre el que mostró una desaceleración respecto a la tendencia, mientras que durante el 2005 la desaceleración se verificó durante el primer trimestre, siendo en ambos casos las paradas técnicas del sector industrial las causantes de las menores expansiones.

Al analizar el desempeño de los componentes de la demanda agregada se observa que aunque todos ellos registraron un importante crecimiento, se destaca la performance de Inversión (22,7%), y en menor medida la de Exportaciones (13,8%), superando al consumo privado que, como ya se dijo, exhibió una expansión nada despreciable (8,9%).

Adicionalmente, a pesar de que durante el 2005 la demanda domestica (consumo privado + inversión + gasto público) mostró una desaceleración en su tasa de expansión, este hecho no repercutió sobre el crecimiento del nivel global de actividad (similar al observado en los últimos 3 años), debido a que la ralentización en la expansión de los componentes de la misma fue absorbida por la marcada retracción de las Importaciones netas.

### Ligera desaceleración del crecimiento en 2006

Para el 2006, esperamos una ligera desaceleración de las tasas de crecimiento marginal (sobre la serie ajustada por estacionalidad) conforme viene ocurriendo durante los últimos trimestres conocidos. En la práctica, estamos proyectando que el crecimiento marginal de 2,2% (promedio trimestral) alcanzado durante el 2005 se reduzca durante el 2006 a 1,6% (promedio trimestral).

El componente de la demanda agregada que esperamos acuse la mayor desaceleración es la Inversión, aunque continuaría siendo el elemento más dinámico. En segundo lugar aparecerían las Exportaciones que también verificarían una reducción importante en sus tasas de crecimiento, como consecuencia de la excelente performance de las exportaciones agropecuarias durante el 2005.

Al sumarle a las tasas de crecimiento marginal comentadas (1,6% en promedio trimestral) el importante efecto arrastre dejado por el año 2005 (3,6%), estimamos que el nivel de crecimiento durante el presente año se ubicará entorno al 7,8%.

### El consumo pierde participación en el PIB

En una visión de más largo plazo, podemos analizar la participación del consumo con relación al PIB. Al observar la relación Consumo privado / PIB actual y la resultante en el período de la Convertibilidad se verifica que el Consumo privado ha menguado de manera significativa su participación en el producto, disminuyendo (aproximadamente) tres puntos porcentuales entre el promedio de un período y otro.

La explicación al punto mencionado reside en la lógica de crecimiento implícita del presente período, la cual deriva del alto nivel de tipo de cambio sobre la que se basa. La participación de Consumo privado en el PIB durante la Convertibilidad fue sostenida a partir de un flujo considerable de bienes importados, no obstante el cambio de precios relativos generado por la devaluación desalentó estas importaciones, al tiempo que no se verificó una sustitución significativa de las mismas.

Otra forma de analizar el punto anterior es observar que mientras el consumo como porcentaje del PIB durante los últimos tres años disminuyó marcadamente respecto al registrado en la Convertibilidad, cuando se construye la participación del Consumo privado respecto a la Oferta global (PBI + Importaciones) la diferencia entre un período y otro resulta poco significativa.

Lo señalado no debe hacernos pensar que esta menor participación del Consumo privado en el PIB significa un menor volumen de bienes y servicios consumidos por la sociedad. Al estudiar la evolución del Consumo privado per cápita encontramos que el nivel del año 2005 se encuentra 1,8% por encima del promedio de la convertibilidad, aunque si la comparación se realiza respecto al nivel récord de 1998 todavía nos encontramos un 5,4% por debajo.

## El dinamismo de la Inversión

Como se ha mencionado, desde el comienzo de la recuperación económica el componente más dinámico de la demanda global ha sido la Inversión, por esto nos parece oportuno apuntar como ha sido la evolución de los elementos que la componen: Construcción y Equipo durable (nacional e importado).

Nos parece importante realizar esta observación ya que varios analistas sostienen que la Construcción ha sido el componente que dinamizó la inversión en los últimos años. Este hecho limitaría la calidad de la inversión, repercutiendo en la capacidad de expansión de la economía.

Al estudiar las tasas de variación registradas, en los años recientes, tanto por Construcción como por Equipo durable se observa que es este último componente el que exhibe el mayor dinamismo. Sin embargo, este comportamiento debe ser entendido tomando en cuenta los ciclos seguidos regularmente por ambas variables.

Como es sabido, la inversión suele ser el elemento más cíclico de la demanda agregada, no obstante los factores que la componen (construcción y equipo durable) no registran una evolución similar, ya que Equipo durable muestra una amplitud del ciclo que en condiciones normales es superior a los de Construcción. En otras palabras, Equipo durable cae más durante la fase recesiva del ciclo, y crece más durante la fase expansiva. De esta forma, el mayor crecimiento de equipo durable a partir del 2003 y hasta la fecha puede ser considerado como la recuperación de la profunda caída registrada durante el período recesivo.

Una segunda forma de mostrar la misma situación es analizando la evolución de la participación de los componentes citados. Durante el período de la Convertibilidad, la proporción de Construcción y Equipo durable a Inversión se ubicaba aproximadamente en 60% y 40% respectivamente. Ahora bien, durante el año 2005, y luego de los ajustes producidos en los tres años anteriores, las relaciones con respecto a la Inversión se establecieron en: 62% Construcción y 38% Equipo durable. Lo que intentamos señalar es que luego de tres años de recuperación económica la evolución de las participaciones parecen querer converger a las participaciones observadas durante la Convertibilidad.

En resumen, los datos presentados hasta aquí señalan que Equipo durable fue el elemento más dinámico de la Inversión, conforme la mayor elasticidad de este componente al ciclo, y es este comportamiento le está permitiendo alcanzar las participaciones registradas durante la Convertibilidad.

## Evolución de la Inversión y sus componentes

series a pesos de 1993 - variaciones %

	Construcción	Equipo Durable	Inversión
1994	9,9%	19,8%	13,7%
1995	-9,9%	-17,8%	-13,1%
1996	6,2%	13,2%	8,9%
1997	14,1%	23,1%	17,7%
1998	5,8%	7,6%	6,5%
1999	-10,8%	-15,0%	-12,6%
2000	-5,3%	-9,0%	-6,8%
2001	-9,4%	-25,0%	-15,7%
2002	-32,2%	-44,2%	-36,4%
2003	35,0%	45,3%	38,2%
2004	25,8%	52,2%	34,4%
2005	20,5%	26,5%	22,7%

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

## Elasticidad a PIB de la Inversión y sus componentes

fases de expansión y recesión

	Construcción	Equipo Durable	Inversión
Fase expansiva 1993-1998	1,23	2,18	1,60
Fase recesiva 1998-2002	2,62	3,69	3,07
Fase expansiva 2000-2005	3,53	6,08	4,32

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

## Participación de los componentes de la Inversión

series a pesos de 1993 - variaciones %

	Construcción	Equipo Durable	Inversión
1993	61,7%	38,3%	100%
1994	59,6%	40,4%	100%
1995	61,8%	38,2%	100%
1996	60,3%	39,7%	100%
1997	58,4%	41,6%	100%
1998	58,0%	42,0%	100%
1999	59,2%	40,8%	100%
2000	60,1%	39,9%	100%
2001	64,6%	35,4%	100%
2002	68,9%	31,1%	100%
2003	67,3%	32,7%	100%
2004	63,0%	37,0%	100%
2005	61,8%	38,2%	100%

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales



# PIB Potencial y Brecha de Producto

## Objetivo

El objetivo del presente recuadro<sup>1</sup> es establecer la actual brecha de producto (output-gap) de la economía argentina. La brecha de producto de una economía queda definida como la diferencia entre el PIB observado y el máximo PIB alcanzable (PIB potencial) al ser empleados plenamente los factores de producción (stock de capital y población económicamente activa).

## Estimación de la función de producción

Debe quedar claro entonces que la tarea se resume en construir una serie de PIB potencial. En nuestro ejercicio intentamos estimar dicha serie mediante una función de producción Cobb-Douglas. La función de producción Cobb-Douglas modela los factores que motorizan el crecimiento del PIB siguiendo la siguiente forma funcional:

$$Y_t = A_t K_t^a L_t^{1-a} \quad 0 < a < 1$$

donde  $Y$  representa el producto,  $A$  es la productividad total de los factores (PTF),  $K$  es el capital físico y  $L$  el factor trabajo.

Paso seguido fue necesario estimar los parámetros de la función, que en nuestro caso se reduce a tan sólo el coeficiente alfa. Aún cuando habitualmente el coeficiente debería surgir como resultado de una regresión econométrica, en nuestro caso hemos utilizado como estimador del coeficiente alfa (y 1-alfa) las participaciones del trabajo (y del capital respectivamente) en el PIB medidas en el año 1993 (actual año base de las cuentas nacionales).

Hemos seguido este camino, en lugar de realizar una regresión debido a que creemos que los datos disponibles para correr la misma son insuficientes, y a la inestabilidad que se genera en los coeficientes como consecuencia de los significativos shocks por los que atravesó Argentina durante el período muestral. De esta forma:

- el coeficiente que acompaña al Capital (alfa) es igual **0,462**.
- el coeficiente que acompaña al Trabajo (1 - alfa) es igual **0,538**.

## Estimación de la PTF: observada y potencial

Haciendo uso de los de la ecuación Cobb-Douglas mostrada anteriormente se despejó la variable "A" que representa la Productividad total de los factores (PTF). Una vez hecho esto se reemplaza período a período los valores de PIB observado, el nivel de trabajadores ocupados y de stock de capital y el coeficiente alfa, obteniéndose un valor de PTF observada<sup>2</sup> para cada período de acuerdo a la siguiente ecuación.

$$A_t = \frac{Y_t}{K_t^a L_t^{1-a}}$$

Por otro lado, con el fin de calcular la PTF potencial, fue necesario suavizar los valores hallados de PTF observada. Sin embargo, las fases de expansión y recesión de la actividad económica en Argentina muestran una mayor amplitud a la observada en las economías más desarrolladas, hecho que genera ciclos muy marcados de PTF observada y que dificulta la tarea de suavizar la serie.

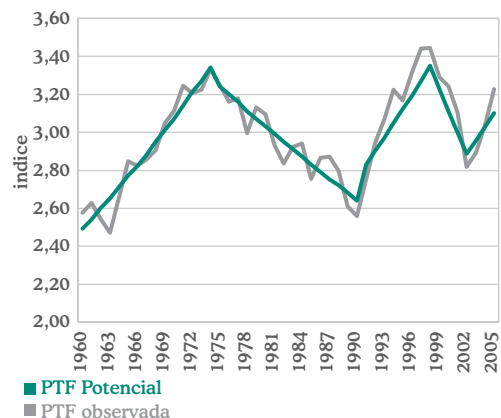
Con el fin de resolver esta dificultad seguimos la metodología implementada por Maia y Kweitel en su trabajo<sup>3</sup>. En este, la PTF observada fue suavizada linealmente y se introdujeron quiebres de tendencia para cada ciclo de actividad. La serie que resulta de este método es la que adoptamos como PTF potencial.

<sup>1</sup> Con el fin de obtener más detalles respecto a la forma en la cual se construye el PIB potencial puede consultarse el trabajo "Argentina: sustainable output growth after the collapse", José L. Maia y Mercedes Kweitel, septiembre de 2003.

<sup>2</sup> No es correcto denominar a la PTF como observada, debido a que en la práctica esta no es medible, la misma es el resultado de una estimación sobre la base de datos observable. No obstante, preferimos llamarla de este modo con el fin de diferenciarla de la PTF potencial.

<sup>3</sup> Ver el trabajo citado en la primera nota al pie.

## Evolución de la PTF observada y Potencial



## Cálculo del PIB potencial

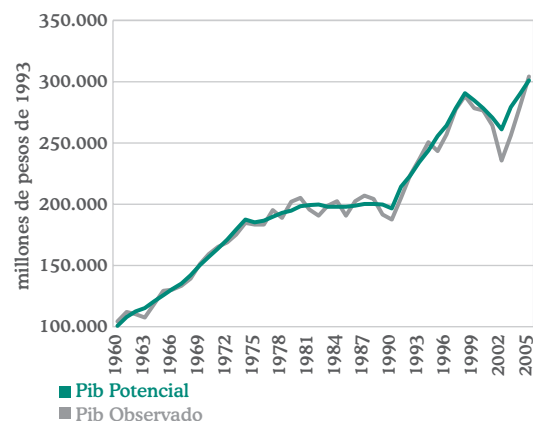
Al incorporar los valores de PTF (potencial) comentados en el punto anterior y la estimación de empleo y stock de capital potencialmente utilizables en la ecuación Cobb-Douglas se construyó una serie que da cuenta de la dinámica del PIB potencial con periodicidad anual.

Posteriormente, esta serie se trimestralizó utilizando un polinomio cuadrático con la restricción de que el promedio de los datos trimestrales obtenidos respeten el dato anual de cual se parte. En la práctica, el polinomio cuadrático es construido al tomar un conjunto de tres puntos adyacentes de la serie original y ajustar una función cuadrática bajo la restricción de que el promedio de los datos de la serie de mayor frecuencia (la que se intenta construir) se corresponda con la serie original (la de menor frecuencia).

A partir de la serie de PIB potencial y tomando en cuenta los valores de PIB observado, se obtuvo la evolución de la brecha de producto (output gap). Según nuestras estimaciones la brecha de producto actual (promedio año 2005) se ubica en 1,1%. En la práctica esto significa que luego de la importante recuperación de la actividad verificada por el país en los años recientes el nivel de PIB observado se encuentra un 1% por encima del PIB máximo alcanzable haciendo un uso "normal" de los factores de producción.

De la misma forma se puede establecer, siempre siguiendo los resultados obtenidos a partir de nuestras estimaciones que la brecha de producto durante el punto culminante de la crisis (promedio año 2002) había alcanzado al -9,8%, es decir el PIB observado se ubicaba aproximadamente un 10% por debajo del PIB máximo alcanzable (potencial) en ese año.

## Evolución del PIB Observado y Potencial



Rodrigo Falbo

rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar

## Tendencia a corto plazo de ingresos y gastos del sector público no financiero

El gasto primario aumentó un 21,7% en el año 2005, una tasa algo superior a la que aumentaron los ingresos con lo que el resultado primario se redujo levemente en términos del PIB pasando del 3,9% alcanzado durante el 2004 al 3,7% el año pasado. En el margen, sin embargo, el aumento del gasto primario comenzó a desacelerar. Como se observa en el gráfico, tomando los datos de los últimos 3 meses conocidos, el gasto está creciendo a una tasa inferior, mientras que el desempeño de los ingresos mejora. Consideramos que se debería seguir esta dinámica para anticipar si la última tendencia se consolida o si el superávit primario se erosiona lentamente como ocurrió durante el año anterior.

### La recaudación tributaria

Los dos primeros meses del 2006 están reflejando mejoras en la recaudación tributaria. Los principales impuestos (Ganancias, Seguridad Social e IVA) que representan el 68% del total de la recaudación crecieron en promedio a tasas bastante más altas que el total de la recaudación en el primer bimestre del año. Por lo menos los dos primeros de ellos deberían ser capaces de sostener tasas de crecimiento superior al promedio en el resto del año si la economía sigue creciendo. En el caso de Ganancias, a pesar de la suba del mínimo no imponible, los incrementos salariales provocarán que nuevos aportantes ingresen al sistema y además, la inexistencia del ajuste por inflación en los balances de las empresas hace recaer a pleno el efecto de la inflación sobre la recaudación. La mejora del empleo debería continuar reflejándose en la tasa de crecimientos de los impuestos a la Seguridad Social en tanto que el IVA no tendría por qué caer si la actividad económica y el consumo siguen creciendo a tasas importantes.

Sobre la base de esto elevamos nuestra proyección de recaudación tributaria para 2006 en línea con el aumento más fuerte del PIB que se espera para el corriente año.

### Componentes del Gasto y Superávit Primario

Si el gasto primario aumentara este año tal como lo determina el Presupuesto, el resultado primario de este año podría llegar a 4.5% del PIB a la luz de la reciente evolución de los ingresos y mejora en los últimos datos difundidos sobre la actividad. A pesar de la intención del Gobierno de no sobrepasar los gastos presupuestados y constituir un fondo anticíclico con esa diferencial, creemos poco factible que el gasto primario pueda sujetarse tanto e inclusive caer en términos del PIB como los pronósticos oficiales.

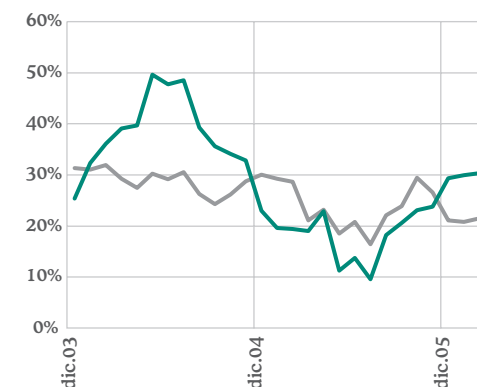
Vale la pena mirar los componentes del Gasto Primario e ingresos actuales con respecto a los máximos de 1999 y los mínimos de la crisis del 2002. Se advierte que los gastos e ingresos cayeron en proporciones similares en términos del PIB entre los años 1999 y 2002 a consecuencia de la crisis, pero que al 2005 los ingresos habían ganado 3,5 puntos adicionales del PIB debido a la creación de nuevos impuestos. Al mismo tiempo, el gasto primario ganó un punto de participación en el PIB debido a las transferencias automáticas a provincias que dependen de la recaudación, ya que neteando las transferencias por Coparticipación, el gasto primario se ubica prácticamente en los niveles precrisis.

Esto último es importante en vista de que finalmente no hubo desbordes presupuestarios, pero se puede sostener que durante la etapa post-devaluación el avance con el superávit primario se explica sólo por la mejora de la recaudación y no por mayor eficiencia en la administración del gasto.

El grueso del aumento de ingresos se debe al impuesto a los débitos y créditos bancarios y las retenciones a las exportaciones puesto que ambos vienen representando 4 puntos del PIB desde el año 2003, pero a largo plazo pueden ser impuestos insostenibles. Por ejemplo, si se produjera una caída de los precios internacionales, ahora muy elevados, de los productos de exportación habría más necesidad de disminuir retenciones. Dicho de otro modo, la solvencia fiscal sería sostenible sólo en la medida que la evolución futura del gasto primario no supere a la de los ingresos.

## Ingresos y gastos del gobierno

(variación últ. 3 meses contra igual período año anterior)

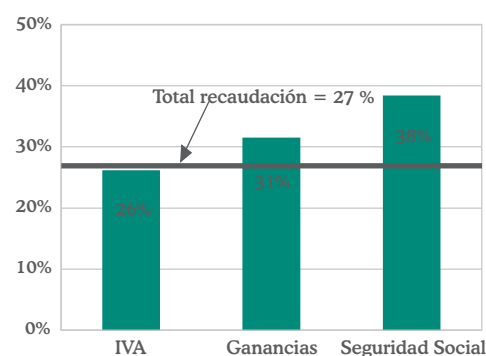


■ Ingresos totales  
■ Gasto Primario

Fuente: BBVA en base a información del Mecon

## Principales impuestos

Variación interanual 1er bimestre 2006



Fuente: BBVA en base a información del Mecon

## Ingresos y Gasto Primario en % del PIB

	1999	2002	2005	2005-1999
INGRESOS TOTALES	20,3%	17,6%	23,8%	3,5%
GASTO PRIMARIO	19,0%	16,9%	20,1%	1,0%
Remuneraciones	2,5%	2,2%	2,1%	-0,4%
Bs y servicios y otros gastos corrientes	0,8%	0,7%	0,9%	0,1%
Prestaciones a la seguridad social	6,1%	5,3%	4,7%	-1,5%
Transferencias al sector privado	2,3%	2,8%	2,8%	0,5%
Transferencias a provincias	5,5%	4,7%	7,1%	1,6%
Otras transferencias al sector público	0,6%	0,5%	0,6%	-0,1%
Gs de capital	1,1%	0,7%	1,9%	0,8%
GASTO PRIMARIO NETO DE COPART.	14,5%	13,7%	14,8%	0,3%

Fuente: BBVA en base a información del Mecon

## Resultado Fiscal SPNF

en mill. de pesos	2005	2006 (e)
Ingresos totales (en % del PIB)	126.501 23,8%	153.521 23,9%
Gasto primario (en % del PIB)	106.836 20,1%	131.819 20,5%
Resultado primario en % del PIB	19.665 3,7%	21.702 3,4%
PIB nominal	532.268	642.124
PIB var. real	9,0%	7,0%
PIB var. nominal	18,9%	20,6%
IPC var. Anual 1/	12,3%	12,0%

Fuente: BBVA en base a información del Mecon

## Perfil de vencimientos de la deuda del sector público nacional

cifras en millones de U\$S	2006 (e) 1/	2007 (e)
Total	10.947	10.413
Intereses	3.044	2.796
Organismos Internacionales	761	614
Préstamos garantizados	525	532
Títulos públicos	1.758	1.650
Amortizaciones	7.903	7.617
Organismos Internacionales	2.457	2.543
Préstamos garantizados	1.304	1.105
Títulos públicos	4.143	3.969

1/ Excluye cancelación con el FMI y vencimientos de adelantos del BCRA por U\$S 3254 millones que suponemos se refinancian  
Fuente: BBVA en base a información de la Secretaría de Financiamiento

## El resultado primario se mantendría o caería ligeramente durante el 2006

Si el crecimiento del gasto se mantiene constante en la actual tasa de crecimiento nominal de 22,1% anual (interanual de los últimos 12 meses a febrero), se alcanzaría un resultado primario de 3,6 puntos del PIB, similar al logrado durante el 2005. En tanto que si sube aproximadamente medio punto del PIB (como ocurrió entre 2004 y 2005) el resultado primario bajaría a 3,4 puntos. Nos inclinamos por esta última proyección dado que es posible que la mayor tasa de inflación pueda acarrear ajustes en los salarios públicos y jubilaciones, aún muy atrasados, o aumentos en los gastos de capital, el rubro que más ha crecido en la actual administración.

## Las necesidades financieras del año ya están prácticamente cubiertas

La cancelación de la deuda total con el FMI a principios del 2006 mediante el uso de las reservas internacionales del Banco Central descomprimió el cronograma de vencimientos ya que disminuyó en casi U\$S 5.000 millones las necesidades financieras de este año. Una vez cancelada la deuda y sin considerar los vencimientos de los adelantos del Banco Central que suelen ser refinanciados, el sector público debería afrontar vencimientos de su deuda en situación de pago regular del orden de U\$S 11.000 millones en el 2006, cifra muy similar a la del año próximo 2007.

El Gobierno ya ha colocado deuda por U\$S 1.736 millones en valor nominal en el primer trimestre del año. Se destacó una primera colocación del nuevo bono Bonar en los mercados por U\$S 500 y del cual hay autorizados a emitir U\$S 1.500 millones, el resto son emisiones de Boden 12. Dado que el superávit primario no sería inferior a los U\$S7.000 millones, las necesidades financieras podrían llegar a estar prácticamente cubiertas antes de la primera mitad de este año, tal cual son las intenciones del Gobierno. Consideramos que no sería costoso terminar de cerrar el programa del año, si el entorno internacional no se complica, acudiendo a los mercados dado que la solvencia de las cuentas fiscales seguiría firme.

## Menor inflación en el primer trimestre 2006

Durante el primer trimestre del año la inflación medida por el índice de precios minoristas alcanzó al 2,9%, variación que se ubica significativamente por debajo de los valores registrados en el mismo período del año anterior.

Al analizar la evolución de la inflación subyacente (aquella que desestima los componentes estacionales y las tarifas de servicios públicos) se observa una desaceleración, aún más marcada respecto al primer trimestre del 2005. Adicionalmente, si se corrige los resultados del mes de marzo de la incidencia que tuvo el aumento de las cuotas de colegios, también se registra una disminución en la tendencia en relación a la de los últimos meses del pasado año.

Un factor clave para comprender la evolución reciente del índice de precios minoristas es lo ocurrido con el rubro Alimentos y bebidas. La evolución de los precios de este rubro tiene un impacto mayúsculo sobre el comportamiento del índice general dada su elevada ponderación en el mismo (31,0%).

Es por este motivo que intentamos analizar la evolución más reciente del rubro Alimentos y bebidas, la cual coincide con el período de implementación de los acuerdos de precios celebrados por el Gobierno cuyo efecto recayó mayormente en el señalado rubro.

## Impacto de los acuerdos de precios sobre la inflación en alimentos: evidencia mixta

Durante la primera semana de diciembre de 2005 el Gobierno celebró con las principales cadenas de supermercados un acuerdo mediante el cual éstas últimas se comprometían a disminuir en un 15% el precio de aproximadamente 250 productos de góndola (la gran mayoría correspondientes al rubro Alimentos y bebidas).

A mediados de enero, en una segunda etapa, el Gobierno avanzó en el alcance de estos acuerdo llegando a convenir con un grupo de firmas la aplicación de precios de referencia para un conjunto (generalmente entre 10 y 20 presentaciones) de bienes por ellas producidos.

Frente a este escenario intentamos clarificar algunos puntos respecto a los primeros resultados generados por los acuerdos de precios. Con el fin analizar la incidencia pura de los acuerdo de precios creemos necesario aislar al rubro Alimentos y bebidas de ciertas perturbaciones como: i) la estacionalidad de Frutas y Verduras (12% del rubro), ii) los cambios en la normativa respecto al peso necesario para la faena de animales que afectó a el subrubro Carnes (24% del rubro). Tomando en cuenta lo comentado trabajaremos con la serie Alimentos y bebidas desestimando la influencia de los componentes mencionados.

Si se elimina la incidencia de Carnes, Frutas y Verduras del rubro se verifica que durante los meses de noviembre y diciembre pasado el mismo exhibe una aceleración, a pesar de que la primera ronda de acuerdo de precios tiene impacto durante el último mes (la rebaja ya mencionada de 15% sobre 250 productos). No obstante, esta dinámica se modifica significativamente durante los primeros tres meses del corriente año cuando Alimentos y Bebidas (neto de Carnes, Frutas y Verduras) registra una significativa desaceleración.

Ante esta evolución cabe plantear los siguientes interrogantes: ¿por qué los precios del rubro Alimentos y bebidas se desaceleraron en los primeros tres meses del año? y adicionalmente, ¿por qué no se verificó una mayor reducción de los precios durante diciembre cuando el índice debería haber acusado las rebajas (del 15%) mencionadas?

Aunque, la evidencia disponible (que se publica con un alto nivel de agregación) no nos permite realizar afirmaciones conclusivas, intentamos señalar algunas de las posibles causas:

- La profundización en los acuerdos de precios durante los meses de enero y febrero habrían alcanzado una incidencia mayor sobre el índice que la lograda por la canasta seleccionada en los acuerdos de diciembre. Esto se debería a que la segunda ronda de acuerdos incorpora productos que cuentan con una mayor ponderación en la canasta relevada por el Indec.

## Evolución del IPC

nivel general - variaciones %

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

Fuente: Indec

## Evolución de la Inflación Subyacente

nivel general - variaciones %

	2005		2006	
	mensual	acumulado	mensual	acumulado
ene	1,1%	1,1%	0,7%	0,7%
feb	1,3%	2,4%	0,7%	1,4%
mar	2,2%	4,6%	1,7%	3,1%
abr	0,8%	5,5%		
may	0,6%	6,1%		
jun	1,1%	7,2%		
jul	1,0%	8,3%		
ago	0,9%	9,3%		
sep	0,9%	10,3%		
oct	0,7%	11,0%		
nov	1,4%	12,5%		
dic	1,4%	14,2%		

Fuente: Indec

## Evolución del rubro Alimentos y Bebidas

variaciones mensuales en %

	Alim. y Beb.	Frutas y Verd.	Carne	Alimentos y Beb. s/ Carnes, F y V
	31,285	3,656	7,369	20,26
ene-05	0,7%	2,1%	-0,5%	0,9%
feb-05	1,8%	4,4%	2,2%	1,2%
mar-05	2,7%	-2,4%	6,7%	1,9%
abr-05	0,4%	-2,6%	-0,4%	1,1%
may-05	0,2%	-0,7%	-0,2%	0,5%
jun-05	0,8%	1,2%	1,0%	0,6%
jul-05	1,2%	2,1%	1,1%	1,1%
ago-05	1,4%	2,7%	1,0%	1,4%
sep-05	2,5%	15,5%	1,4%	1,0%
oct-05	0,2%	-0,7%	-0,3%	0,5%
nov-05	2,1%	1,4%	4,5%	1,4%
dic-05	0,8%	-9,2%	3,2%	1,4%
ene-06	0,9%	5,5%	-0,5%	0,7%
feb-06	1,0%	2,5%	0,6%	0,9%
mar-06	1,5%	0,2%	3,4%	1,0%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Indec

### Tendencia inflación subyacente y desestacionalizada

Mes de Febrero - variaciones %

	ult. 3 m.	ult. 6 m.	ult. 12 m.
Inflación Subyacente	1,0%	1,0%	1,0%
Inflación Desestacionalizada	0,9%	1,0%	0,9%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Indec

- La política llevada adelante por el Gobierno habría tenido una fuerte incidencia sobre las expectativas de inflación de los rubros que no se encuentra bajo acuerdo.
- La inflación observado durante los últimos meses del 2005 podría ser entendida como un alza transitoria y que marca un desvío respecto a la tendencia de los meses restantes del 2005, la cual es similar a la de los primeros meses del 2006.

### Mantenemos nuestra proyección de 12 % para el IPC de 2006

De acuerdo a la información mas reciente, y a partir de lo analizado hasta aquí es que continuamos sosteniendo nuestra proyección de inflación para el corriente año de 12,0%. La estimación señalada surge de suponer para los próximos meses una variación (en promedio) de los precios en un rango entre 0,9% y 1,0%. El rango seleccionado es el arrojado por la tendencia (en últimos 3 y 6 meses) tanto de la inflación subyacente como la inflación ajustada por estacionalidad.

Los argumentos que esgrimimos para sustentar nuestra estimación pueden ser resumidos en los siguientes puntos:

- los acuerdos de precios están ayudando en el corto plazo a moderar las expectativas de inflación y posiblemente las demandas salariales
- el BCRA en los primeros meses de este año est llevando adelante una política monetaria menos expansiva apoyada en una meta de M2 que crecería conforme a la banda inferior,
- y una política de absorción monetaria basada en tasas de interés más competitivas

### Según un modelo de Mark-up, nuestras proyecciones son consistentes con aumentos salariales cercanos al 20%

Durante los últimos meses se ha asistido a un debate respecto a la incidencia que podría tener los incrementos de salarios sobre la inflación del corriente año. En relación a este tema y desde distintas posiciones se ha intentado señalar cuales son los montos de aumento en materia salarial que permitirían mantener la inflación en niveles razonables.

Haciendo uso de un modelo de Mark-up, ya presentado en revistas anteriores, intentamos señalar algunos resultados con referencia este punto. Como se ha comentado anteriormente, un modelo de Mark-up establece que los precios son el resultado de la suma de los costos domésticos (aproximados por el índice de salarios) y de los costos de los insumos importados (aproximados por el tipo de cambio), a los que los productores añaden un mark-up que a los fines del modelo se considera fijo.

Es así que los resultados de nuestro modelo nos indican que si la evolución del tipo de cambio verifica nuestras estimaciones (\$3,15 para fines del 2006 – ver capítulo de tipo cambiario), y los incrementos salariales (para el sector formal de la economía) se ubican en la zona del 20%, la inflación del 2006 podría repetir los niveles del 2005 (12%).

En conclusión, y teniendo en cuenta que los resultados econométricos deberían ser tomados solo como indicativos y no como una prueba concluyente, nuestro modelo establece que si los incrementos salariales no se encuentran muy por encima del 20%, la economía durante el 2006 podría verificar nuevamente una inflación en niveles cercanos al 12%.

## Contrariamente a lo esperado desde mediados del 2005 el peso argentino se deprecia

Durante los meses recientes, el tipo de cambio real (bilateral con EEUU) modificó la tendencia a la apreciación que venía exhibiendo luego de la devaluación del año 2002. De esta manera, en la actualidad el tipo de cambio esta evolucionando de forma inversa a la que podría ser considerada la dinámica más probable teniendo en cuenta los "fundamentales" de la economía.

En efecto, desde mediados del 2005 el tipo de cambio real bilateral se ha incrementado un 2,4%, como consecuencia de la significativa depreciación del tipo de cambio nominal (7,0%) generada a partir de las presiones que el BCRA produce en el mercado cambiario mediante sus intervenciones.

Al analizar lo ocurrido con el tipo de cambio real multilateral, es decir aquel que toma en cuenta en su cálculo lo ocurrido con el tipo de cambio e inflación de nuestros principales socios comerciales, se observa que el incremento (entorno a 4%) es aún mayor al que registra el bilateral. La diferencia en la evolución señalada se da como resultado de las apreciaciones reales verificadas por nuestros socios latinoamericanos, que solo en parte son compensadas por lo ocurrido en la zona del Euro.

### El tipo de cambio real de equilibrio podría ubicarse por encima de lo esperado

Este nuevo escenario de tipo de cambio real nos lleva a pensar si todavía siguen siendo válidas las conclusiones de estudios anteriores. Según las estimaciones presentadas en la revista número 4 (IV trimestre del 2005) el tipo de cambio real debería caer 20% respecto al nivel promedio del 2004. Teniendo en cuenta que el año pasado bajó un 6%, restaría una reducción adicional del 14%, como se refleja en el gráfico adjunto que muestra la evolución del tipo de cambio real y su valor de equilibrio

Pero a partir de lo comentado anteriormente creemos que es pertinente plantear el siguiente interrogante: ¿el ajuste del tipo de cambio real al equilibrio será más gradual al esperado en un principio?, o ¿el valor de equilibrio de éste es mayor al que surge en nuestras estimaciones?

Aceptar el punto según el cual el ajuste al equilibrio es más lento al esperado implica asumir que el valor estimado por el modelo es correcto, y por ende también lo son los valores supuestos de las variables explicativas, encontrándose el inconveniente sólo en el tiempo en que estas últimas se demoran en alcanzar sus valores de equilibrio.

Ahora bien, es posible a partir de lo ocurrido en los meses recientes, inclinarnos a pensar que las estimaciones anteriores respecto al nivel de tipo de cambio real de equilibrio ya no son sostenibles, idea que puede justificarse a partir de dos hechos.

En primer lugar, la evolución reciente de la actividad económica argentina nos hace sospechar que las proyecciones incorporadas al modelo respecto a las productividades relativas no se verificarían. Nuestra proyección de tipo de cambio real de equilibrio (apreciación del 20%) fue construida bajo el supuesto de que las productividades relativas (con EEUU) tanto para bienes transables como no transables se mantenían en niveles similares a los del 2004. Sin embargo, la evolución de Argentina durante el 2005 muestra un importante aumento en la productividad de bienes no transables (aproximadamente un 8%), frente a una ligera caída en la productividad de bienes transables (aproximadamente 2%).

Lo anterior sugiere que, si las productividades de EE.UU. se mantuvieron relativamente estables (hipótesis más probable aun cuando hasta el momento solo contamos con datos nominales), la estimación surgida del modelo<sup>1</sup> ubicaría al tipo de cambio real de equilibrio por encima del nivel previsto anteriormente.

En segundo lugar, debe ser tomada en cuenta la influencia que tiene sobre el tipo de cambio real de equilibrio la prima de riesgo que los agentes asignan a

<sup>1</sup> El incremento en la estimación del tipo de cambio de equilibrio se daría a consecuencia de que en el modelo de referencia la variable productividad relativa en bienes no transables (signo positivo) cuenta con un coeficiente, en términos absolutos, más elevado que la productividad relativa en bienes no transables (signo negativo).

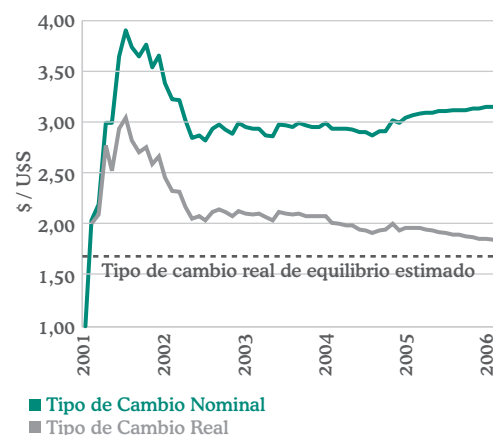
## Evolución del Tipo de Cambio Real

Base 100 = julio 2005

	TCR bilateral	TCR multilateral
ene-05	105,2	104,2
feb-05	104,8	103,4
mar-05	104,1	100,9
abr-05	103,9	104,1
may-05	102,1	101,5
jun-05	101,2	101,2
jul-05	100,0	100,0
ago-05	101,5	101,4
sep-05	101,5	102,6
oct-05	104,4	103,7
nov-05	101,3	103,1
dic-05	102,7	102,5
ene-06	102,3	104,8
feb-06	102,4	106,2

Fuente: BBVA - Banco Frances

## Evolución del Tipo de Cambio nominal y real



Fuente: BBVA Banco Francés

## Indice de Expectativas Cambiarias

ITCRE - Universidad Di Tella

Fecha del informe	var. dic '06 / dic '05
17/09/2005	-3,90%
25/10/2005	-5,00%
30/11/2005	-5,10%
20/12/2005	-6,50%
25/01/2006	-5,10%
23/02/2006	-5,20%

Fuente: CIF - Universidad Di Tella

## Pronósticos de Tipo de Cambio

### Tipo de cambio de referencia \$ / U\$S

	BBVA Serv.de Estudios Ec	REM
Marzo	3,0650	3,0652
Abril	3,0625	3,0612
2006	3,1500	3,1062

Nota: las cifras se expresan para el promedio del período.  
La REM es el relevamiento de expectativas de mercado del BCRA, la información corresponde a la 4ta. sem. de febrero.

## Futuros de Tipo de Cambio

### Valor del contrato al cierre de cada mes

	MAE	ROFEX
mar-05	3,0765	3,0820
abr-05	3,0820	3,0840
may-05	3,0885	3,0860
jun-05	3,0943	3,0880
oct-05	-	3,1090
dic-05	3,1300	3,1500

Valores al cierre del día 08 de marzo.  
Fuente: Mercado Abierto Electrónico y Bolsa de Rosario.

la economía, variable que no se encuentra incorporada en el modelo utilizado. En nuestra opinión, es posible que la caída del tipo de cambio real de equilibrio que produce la disminución del nivel de endeudamiento neto a partir del canje de deuda pública, puede incorporar una sobre reacción, debido a que luego del mismo no se resolvieron algunos temas pendientes. En este sentido, la no resolución a la fecha del problema de los holdouts, y el muy lento ajuste de los precios relativos, principalmente con relación al precio de las tarifas públicas, habría incrementado la prima de riesgo de largo plazo de la economía argentina, compensando parte de la incidencia positiva que sobre el tipo de cambio real generó el canje de deuda.

## ¿Qué esperamos para el corriente año?

Mas allá del debate respecto a cuál es el valor de tipo de cambio real de equilibrio, para el presente año esperamos una apreciación del mismo que se ubicaría entorno al 5,0%. La proyección se basa en una expectativa de devaluación nominal (3,3%) que llevaría al tipo de cambio a alcanzar una cotización de \$3,15; y una diferencial de inflación con EE.UU. del orden del 9,5%, suponiendo que nuestros precios minoristas se incrementarán un 12,0% (ver sección sobre inflación).

Puede notarse que nuestro pronóstico de tipo de cambio real no se diferencia de manera significativa al resultado arrojado por el índice ITCRE que publica la Universidad Di Tella. El índice ITCRE intenta captar las expectativas de mercado respecto a la evolución del tipo de cambio real tomando como insumos los rendimientos de los bonos indexados y de bonos nominados en dólares.

Asimismo, y tomando en cuenta los datos publicados en la cuarta semana de febrero, el relevamiento de expectativas de mercado (REM) elaborado por el BCRA señala que el consenso de mercado esta esperando una apreciación algo mayor a la comentada (7,8%), la cual es el resultado de una mayor inflación esperada (12,9%) y una menor devaluación nominal (tipo de cambio esperado por el mercado \$3,10).

Con respecto a este último punto, los futuros de tipo de cambio nominal en dos de las principales plazas (el Forex MAE –mercado abierto electrónico- y la Rofex de la Bolsa de Rosario) ubicarían a esta variable en torno a \$3,15 para fines del 2006.

## Los Términos del Intercambio se mantienen en los máximos niveles históricos

### Un leve retroceso sufrieron en el 2005

En el 2005 se observó una ligera disminución en los términos del intercambio del país como consecuencia del mayor incremento de los precios de importación con respecto a los de exportación.

Los precios de exportación registraron en el año una mejora del 1,5% anual pese a que se vieron afectados negativamente por el comportamiento de las principales commodities agrícolas durante la primera mitad del año.

En efecto, tanto los principales cereales (trigo y maíz) como así también las oleaginosas (en especial soja) influyeron de manera significativa en el comportamiento de los Productos Primarios, mientras que en las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) fueron los aceites y los subproductos oleaginosos los principales causantes de la caída.

En sentido contrario, el ciclo positivo que presentan las commodities industriales como consecuencia de la favorable coyuntura de crecimiento que atraviesa la economía mundial y un escenario petrolero caracterizado por el alza del precio medio del crudo, fundamentalmente durante la primera mitad del año (huracanes en el hemisferio norte y el débil equilibrio a juicio de los analistas entre la oferta y la demanda), explican el comportamiento de los otros componentes de los precios de exportación.

Los precios de los productos importados aumentaron por su parte en el año un 3,7%, impulsados por los Bienes Intermedios y Combustibles y lubricantes influenciados ambos por las condiciones arriba reseñadas en los mercados de commodities industriales y del petróleo y sus derivados.

De esta manera el Índice de Términos del Intercambio resignó en el año un 2,2% con respecto al nivel récord registrado en el 2004. No obstante, constituye al igual que los valores de los dos años previos los más altos niveles desde 1990 a la fecha, pese a que los precios de exportación todavía se encuentran por debajo de los máximos valores alcanzados a mediados de la década pasada, pero más que compensados por los menores precios registrados por las importaciones, aún con la fuerte recuperación que se observa en los dos últimos años.

### Esperamos mejoras en los términos para el 2006

En la Tabla adjunta puede observarse la evolución esperada de los principales productos de exportación con estimación activa y que cubren aproximadamente el 50% del monto total exportado.

Para el resto de los productos asumimos que su comportamiento se encontrará en línea con nuestra proyección para 2006 de la inflación estadounidense del 2,8% anual.

En el caso de los cereales estamos esperando una mejora en los precios como consecuencia de las menores cosechas registradas en la campaña 2005/2006, en especial en el caso del maíz en los EEUU. En cambio, la situación es inversa para las oleaginosas y sus productos derivados ya que nuestra estimación contempla una leve baja en las cotizaciones como resultado de las importantes cosechas de grano de soja especialmente, tanto en Argentina como en Brasil y las promisorias expectativas sobre la futura cosecha estadounidense.

En el caso del petróleo crudo el escenario considerado como prevaleciente es aquel que incorpora en el precio una prima de riesgo de alrededor de u\$s 5 por barril como consecuencia de la situación iraní, pero no contempla que el problema alcance niveles mayores de conflictividad como ser algún tipo de acción sobre la producción proveniente de ese país ya que de producirse esta situación consideramos que los precios reaccionarían con alzas superiores.

De esta manera el precio de las exportaciones crecería este año aproximadamente un 4,1% anual, mientras que considerando que el precio de las importaciones aumentan como la inflación estadounidense (2,8% anual) ello conllevaría a una mejora del 1,3% en el Índice de los Términos del Intercambio, constituyéndose de esta manera en el segundo nivel máximo de la serie.

## Exportaciones por Rubros - Año 2005

Rubros	Valor	Variaciones%	
		Precio	Cantidad
Prod. Primarios	15,6%	-8,9%	26,8%
MOA	10,2%	-6,2%	17,4%
MOI	25,0%	12,4%	11,2%
Comb. y Lub.	12,8%	32,9%	-15,0%
Nivel General	15,8%	1,5%	14,2%

Fuente: Serv. de Est. Econ. BBVA Banco Francés sobre datos de Indec

## Importaciones por Uso económico

Año 2005

Uso Económico	Valor	Variaciones%	
		Precio	Cantidad
Bienes de Capital	32,9%	-2,8%	36,8%
Bienes Intermedios	20,2%	10,7%	8,5%
Comb. y Lub	53,8%	26,8%	21,3%
Piezas y Acc Bs Cap	32,0%	-0,2%	32,2%
Bienes de Consumo	28,9%	1,9%	26,4%
TOTAL	27,9%	3,7%	23,2%

Fuente: Serv. de Est. Econ. BBVA Banco Francés sobre datos de Indec

## Productos Exportados con Estimación Activa

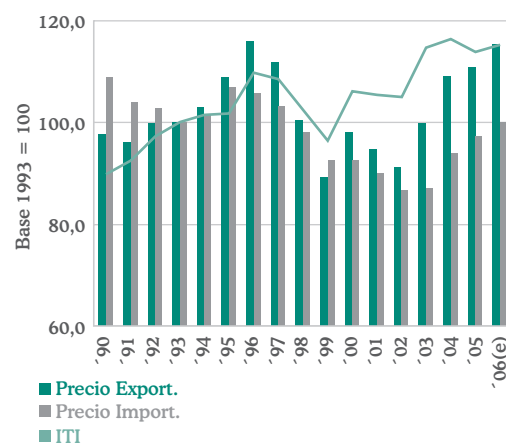
Productos	u\$s / ton		Variación %
	2005	2006 (e)	
Trigo	132,8	149,6	12,7%
Maíz	91,3	104,2	14,1%
Soja	230,7	218,9	-5,1%
Girasol	260,0	221,6	-14,8%
Carne bovina	2331,0	2518,0	8,0%
Aceite de Soja	460,4	450,4	-2,2%
Aceite de Girasol	578,8	569,9	-1,5%
Pellets de Soja	174,6	171,6	-1,7%
Pellets de Girasol	70,1	78,5	11,9%
Petróleo crudo <sup>1/</sup>	54,7	61,4	12,2%

Los valores corresponden a u\$s/ton Fob Puertos Argentinos.

<sup>1/</sup> Precio del petróleo en u\$s/barril.

Fuente: Serv. de Estudios Económicos BBVA Banco Francés

## Indices de Precios Comercio Exterior



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



## Evolución de los Salarios Promedio

Variaciones %

Período	Sector Privado		Sector Púb.	Nivel General
	Reg.	No reg.		
2002/2001				
Nominal	7,5%	-3,8%	0,2%	3,1%
Real 1/	-14,9%	-23,2%	-20,2%	-18,2%
2003/2002				
Nominal	19,9%	1,3%	5,3%	12,2%
Real 1/	5,0%	-12,0%	-8,3%	-2,1%
2004/2003				
Nominal	14,0%	14,1%	3,2%	11,1%
Real 1/	9,2%	9,3%	-1,1%	6,4%
2005/2004				
Nominal	17,9%	10,7%	10,3%	14,7%
Real 1/	7,4%	1,0%	0,6%	4,6%
Acumulado Dic '05/IV T '01				
Nominal	73,3%	23,1%	20,1%	47,4%
Real 1/	4,8%	-25,5%	-27,3%	-10,8%

1/ Deflactado por el Ind. de Precios al Consumidor.

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

## La dinámica salarial en el período post-crisis

La dinámica de los salarios en Argentina refleja la existencia de un mercado de trabajo segmentado. En este sentido las estadísticas oficiales publican la evolución de los salarios agrupados en tres categorías: privado registrado, privado no registrado y público. Sólo los trabajadores del sector privado formal tienen actualmente un salario real superior a la etapa pre-crisis, mientras que los correspondientes a las otras dos categorías tienen un poder adquisitivo menor.

Para juzgar la evolución del salario real examinamos varias medidas de productividad. Para el sector privado formal la misma creció en el período 2001/2005 en un rango del 2,6/4,7% anual, en línea con el aumento del salario real de este segmento. Para el sector informal y de empleados públicos aproximamos su productividad por el PIB per cápita que en el 2001/2005 acumula un leve aumento del 0,3% anual, mientras que el salario real de ambas categorías presenta retrocesos promedio anuales del 7,1% y 7,7%, respectivamente.

Dado este rango de productividad y considerando para este año la meta del Gobierno de una inflación del 11%, las negociaciones salariales del sector formal de la economía tendrían un tope de aumento del 16% nominal. Si los sindicatos demandan aumentos por encima de la meta de inflación oficial más el rango de productividad, se corre el serio riesgo de una espiral salarios-precios que potencie la indexación y acelere la tasa de inflación.

## Mejora el salario real en 2005, impulsada por los privados

La importante suba nominal de los salarios durante el 2005 permitió una nueva recuperación de las remuneraciones en términos reales, aunque menor que la registrada un año atrás como consecuencia de la mayor inflación promedio minorista.

El Nivel General de Salarios presentó en el 2005 una mejora promedio del 4,6% real impulsada por el comportamiento exhibido por los salarios de los trabajadores privados registrados cuyas remuneraciones crecieron en el período un 7,4%.

Este comportamiento de los salarios de los trabajadores registrados estuvo sustentado a comienzos del año en el otorgamiento por parte del Poder Ejecutivo de una suma fija de \$100 como así también por el elevado número de negociaciones que mantuvieron las partes empresarial y sindical a lo largo del ejercicio.

En lo que hace a los trabajadores del sector público y los privados no registrados tuvieron en general aumentos en línea con la evolución de la inflación, con lo cual su situación no varió en forma relevante durante el año.

## ¿Los salarios reales dependen de la productividad?

Es interesante observar el comportamiento de los salarios de las distintas categorías mencionadas a la que agregamos el Salario Medio Industrial con relación a la evolución de distintas medidas de productividad lo que nos permite sopesar la sostenibilidad de los aumentos otorgados.

Para ello tomamos el IV trimestre '01 previo a la devaluación como base debido a que las series de salarios están disponibles desde esa fecha y calculamos su evolución durante el período y las tasas de crecimiento anual que surgen de los mismos.

Como puede observarse, la recuperación de los salarios de los trabajadores privados registrados y dentro de los mismos de los pertenecientes al sector industrial no es desmedida si la comparamos con la evolución de los indicadores de productividad. En particular, puede observarse que los aumentos de salarios en la industria se encuentran en línea con sus indicadores de productividad, tanto si la medimos por obrero ocupado como por horas trabajadas.

## Evolución Indicadores de Productividad y Salarios Reales

Indicadores	2005/2001	
Productividad		
Total de los Factores	Var % acum.	4,1%
	Var % anual	1,0%
Industria por Obrero Ocupado Base IV Trim '01 = 100	Var % acum.	20,0%
	Var % anual	4,7%
Industria por Hora Trabajada Base IV Trim '01 = 100	Var % acum.	10,6%
	Var % anual	2,6%
PIB / Ocupados miles de \$ de 1993	Var % acum.	1,2%
	Var % anual	0,3%
Salario real		
Industrial Base IV Trim '01 = 100	Var % acum.	14,3%
	Var % anual	3,4%
Privado registrado Base IV Trim '01 = 100	Var % acum.	4,8%
	Var % anual	1,2%
Privado no registrado Base IV Trim '01 = 100	Var % acum.	-25,5%
	Var % anual	-7,1%
Público Base IV Trim '01 = 100	Var % acum.	-27,3%
	Var % anual	-7,7%

Fuente: Serv. de Est. Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, Indec, y elaboración propia

En el primero de los casos el crecimiento de la productividad se ubica en el 4,7% anual, mientras que por hora trabajada lo hace en el 2,6% anual. Cabe destacar que un examen de un período más amplio (1990/2005), que permite incluir tanto las fases recesivas como expansivas del ciclo arrojan mediciones de productividad que no difieren en magnitudes significativas con relación a la prevaleciente en este período.

En el caso de los trabajadores informales, aún cuando la caída en sus remuneraciones tiene que ver con su menor nivel de productividad, la misma parece excesiva. Podemos adoptar como variable proxy de su productividad el PIB per cápita en cual muestra en el período una evolución positiva de apenas un 0,3% promedio anual. Sin embargo estos trabajadores registran un profundo retroceso en sus remuneraciones de más del 25,0% en todo el período, lo que implica una caída promedio anual del 7,1%.

Similar comportamiento se puede observar en la evolución de los trabajadores del Sector Público pese a la mayor representación sindical que tienen estos trabajadores con relación a los anteriores. Se puede apreciar que sus remuneraciones han quedado muy rezagadas con respecto al período base y presentan una caída promedio del 7,7% anual.

## Perspectivas para el 2006

Con respecto a la evolución que presentará el salario durante el 2006 es que para los trabajadores del sector privado formal de la economía pensamos que actuarán los siguientes factores:

- Tienen representatividad sindical importante y mayor calificación de la mano de obra.
- Las expectativas de mayor inflación en el año influyen para que los gremios soliciten de manera preventiva mayores incrementos salariales, pero es cierto que también el Gobierno intentará moderar los pedidos.
- Se mantiene un contexto de crecimiento económico y el nivel de productividad no esperamos que se aparte de la tendencia que mostrara en los últimos años, esto es con una variación que se ubica en un rango del 2,6/4,7% anual.

De esta manera, estimamos entonces que el salario real de los mismos crecerá alrededor de un 4,1% por encima de la inflación.

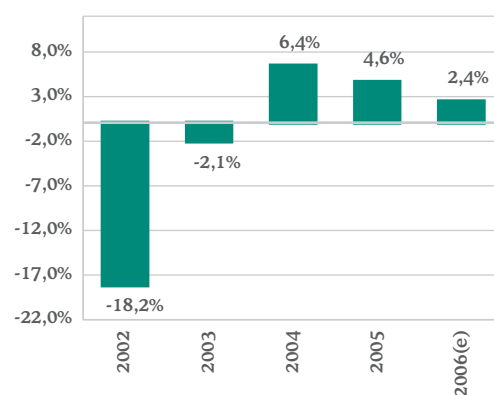
En lo que respecta a los trabajadores públicos y privados no registrados pensamos que conseguirán compensar con sus aumentos nominales a la inflación esperada en el año, es decir sus remuneraciones no se seguirán deteriorando en términos reales aunque no esperamos que puedan iniciar un proceso de recuperación. Ello es consecuencia de que los trabajadores informales no tienen representación sindical que los aglutine, además de que la menor calificación de esta mano de obra implica que su productividad evoluciona por debajo del promedio verificado entre los trabajadores registrados.

Finalmente, los trabajadores públicos si bien existe la posibilidad de que su representación gremial canalice una demanda de mayor recomposición de sus remuneraciones por el lado del empleador enfrentará una firme decisión del Gobierno a no ceder un superávit fiscal que se esgrime como un ancla de la política económica de relevancia.

De esta manera, el Nivel General de Salarios volvería a registrar durante el 2006 una nueva recuperación en términos reales, en este caso del 2,4% anual a valores promedio.

## Índice de Salarios

### Nivel General



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

# Análisis del Sector Ganadero: la prohibición de exportación alcanzará a frenar los precios?

## Indicadores ganaderos de Oferta y Demanda

Rubro	Unidades	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (p)	2006 (e)	Dif. % 06/05
Faena	Miles de cab	12.144	12.400	11.584	11.498	12.505	14.295	14.252	13.500	-5,28
Rinde medio de res	kg/cab	224	219	212	217	213	212	219	222	1,61
Producción	Miles de tn res	2.720	2.718	2.461	2.493	2.664	3.024	3.117	3.000	-3,75
Exportaciones	Miles de tn res	348	342	153	351	392	631	771	476	-38,30
Exportaciones	Miles de tn prod	208	209	84	201	231	383	483	298	-38,32
Consumo interno	Miles de tn res	2.372	2.376	2.308	2.142	2.272	2.393	2.346	2.524	7,61
Hab Censo 2001	Miles de hab	36.399	36.784	37.156	37.516	37.870	38.226	38.592	38.971	0,98
Consumo per cápita	kg/año	65,18	64,59	62,13	57,09	60,00	62,60	60,78	64,77	6,56
Precio interno	\$/mix kg carne	4,48	4,21	3,66	5,04	6,28	6,71	8,09	8,95	10,62
Precio novillo	\$/kg novillo liniers	0,79	0,87	0,77	1,52	1,90	2,01	2,25	2,75	22,10
Precio export	U\$/FOB (res c/h)	1.948	1.863	1.496	1.271	1.472	1.541	1.679	1.929	14,89
Precio export	U\$/FOB (tn prod)	3.261	3.056	2.729	2.725	2.498	2.542	2.680	3.081	14,93
Precio Hilton	U\$/FOB (tn prod)	7.815	7.240	5.179	4.036	6.370	7.043	7.970	8.036	0,82

Fuente: Datos SENASA ; SAGPyA e INDEC

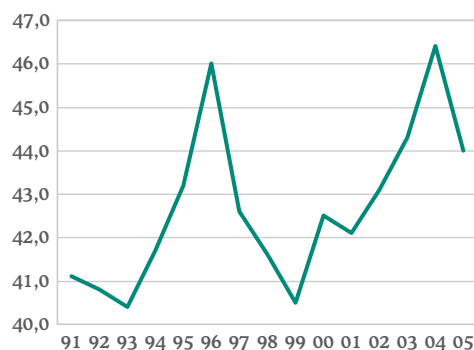
Nota: El consumo per cápita fue ajustado por el CNPV 2001 de INDEC por lo que difiere de otras fuentes.

Nota: p = provisorio ; e = estimado ; mix carne: asado, paleta, bife, nalga y cuadril

## Crece la faena de hembras en el ciclo 2001-2005

La faena de 14,29 millones de animales en el año 2004 marca la recuperación final de la crisis aftósica del 2001 en un contexto internacional de precios altos y un mercado interno en recuperación como consecuencia de la mejora en los ingresos reales de la población. En el año 2005 se vuelven a faenar 14,25 millones de cabezas pero estos niveles no son el resultado de una mayor producción respecto de los años precedentes sino como consecuencia de la mayor faena de hembras.

## Evolución porcentual en la faena de hembras



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

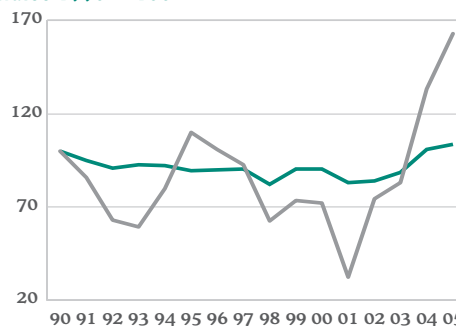
Como se observa en el gráfico su participación supera el 46% de lo faenado en el 2004 (cifra que no se registraba desde 1996) y que significó un aporte adicional de casi un millón de animales. En el 2005 la participación alcanza el 44%, que aunque sigue siendo muy alta, corta la tendencia creciente que se venía verificando desde 1999. Esta liquidación de vientres que se ha dado durante un ciclo de cinco años es la razón del actual y futuro faltante de hacienda para la faena.

## Aumenta la presión exportadora

Este nivel de faena eleva la producción de carne en el ciclo 2004/05 buscando aprovechar un marco de altos precios internacionales. Se da entonces la presión de los exportadores en el mercado y en el 2005 embarcan un récord de 771.000 toneladas de equivalente res a un precio promedio de 1.679 dólares la tonelada.

## Evolución de la Producción y la Exportación

Valor Índice 1990 = 100



■ Producción  
■ Exportación

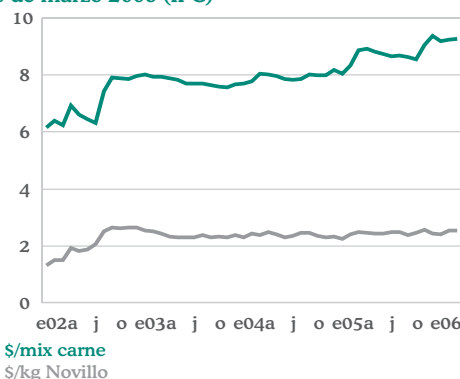
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de SAGPyA

En el gráfico se observa que la producción de carne se encuentra en un nivel similar al que tenía en el año 1990 pero enfrenta una exportación un 60% superior. La gran diferencia para los años 2004/05 de crecimiento entre producción y demanda exportadora deja menor oferta para el mercado interno que trae dos consecuencias: presión al alza en los precios y consecuentemente un menor consumo per cápita. A tal punto bajó la disponibilidad de ganado para atender la demanda interna que la exportación que históricamente es del 15% de lo producido significó el 25% en el 2005.

## La suba de precios domésticos origina nuevas medidas gubernamentales

## Evolución del Precio de la Carne y del novillo en Liniers

En pesos de marzo 2006 (IPC)



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

Al observar en el gráfico la evolución de los precios, en valores constantes desde la salida de la convertibilidad, concluimos que el precio del novillo en Liniers aumentó 1,45 \$/kg y un mix de carne al consumidor 3,097 \$/kg, con un aumento del 23% desde octubre del año 2005 hasta marzo 2006.

El aumento impactó sobre el consumo especialmente sobre los sectores de menores ingresos que tienen en la carne roja su principal fuente de proteína animal y de hierro, el resultado fue para el promedio del año un nivel de consumo de 60 kg/habitante.

El Gobierno, que no llegó a implementar un Plan Ganadero Nacional cuyo eje era la retención de vientres para incrementar el stock, lograr más pariciones y así tener más novillos para la faena, reacciona con dos estrategias:

a) Sobre la demanda: presiona al sector incrementando las retenciones a las exportaciones. Luego busca acuerdos con la cadena cárnica que solo tiene adeptos parciales, y finalmente intenta la disminución voluntaria de los exportadores (cuotificación) del 20%.

b) Sobre la oferta: prohíbe la faena de animales de bajo peso, que deberá tener un piso de 300 kilogramos a partir del primero de mayo. Nótese que esta medida tiene un impacto en el mediano plazo de aumento en la oferta pero a corto plazo ocasiona el efecto contrario ya que los animales que se encuentra por debajo del peso mínimo requerido deberán alcanzarlo para poder estar disponibles para su faenamiento.

Estas medidas son muy resistidas por los principales actores de la cadena cárnica y durante el primer trimestre del 2006 la faena cae en alrededor de un 8,6% respecto del mismo período del 2005 debido a la menor oferta de hacienda por el cambio del peso mínimo, la alta faena de hembras en los ciclos anteriores y el estado de incertidumbre de mercado que hace, que aquellos que pueden, retengan hacienda en los campos hasta tener una visión más clara sobre como evoluciona el negocio.

Es evidente que en el 2005 hubo una toma de ganancias muy fuerte por la cadena comercial (local y exportadora) a la que el Gobierno pretende frenar cuando el día viernes 10 de marzo desde el Ministerio de Economía sale la Resolución 114 que prohíbe la exportación de carnes frescas y congeladas por 180 días. Con ello se busca disponer de más carne en el mercado local para presionar el precio a la baja con dos objetivos: bajar la inflación y disponer el alimento a un marco social más amplio.

## Proyecciones 2006

En este contexto estimamos para el año 2006, que la faena deberá ceder en un 5% el número de cabezas debido a una menor disponibilidad de animales por la nueva base de peso de faena, y a que en las campañas precedentes no se incrementó el número

de animales nacidos por la alta faena de hembras, por lo que no sería posible llegar otra vez a los 14 millones de animales faenados.

El peso promedio por animal faenado subirá por efecto de la nueva base de faena lo que permitirá una producción del orden de los 3 millones de toneladas en un promedio similar al de las últimas dos campañas. El precio del novillo se mantendrá firme por su escasez, sobre todo en el primer semestre, y estimamos un valor mínimo de 2,75 \$/kg para el promedio del año.

Nuestra estimación es que se volcarán al mercado interno con la restricción de exportaciones entre 180 mil y 190 mil toneladas de producto, es decir unas 296 mil toneladas res, aportadas principalmente por una disminución en las exportaciones de carne fresca. Esto es aproximadamente 7,6 kilos res por habitante para los seis meses.

El consumo per cápita oscilará entonces entre los 64 y 65 kg por habitante ante la mayor oferta destinada al mercado interno y que consumirá nuevamente el 85% de la producción.

En consecuencia, la demanda excedente disminuirá por menores exportaciones, pero en un mercado donde la oferta caerá por la menor faena de animales algo compensada por el mayor peso por animal. Esto implica que con el nivel de consumo interno estimado el precio relativo de la carne no volverá a crecer, pero nominalmente estimamos que su comportamiento se encuentre en línea con la evolución de los precios al consumidor durante el año.

La situación de las exportaciones para este año será entonces de una baja de alrededor de 185 mil toneladas, lo que significa un 38% de caída en relación al año anterior. La baja en el ingreso de divisas es menor, estimándola en el 29% como consecuencia de un contexto internacional con precios en alza, pudiendo ser aún menor la caída en valores de persistir la misma.

El impacto en los mercados externos será breve y no dejará al país fuera del negocio en el corto plazo. Por un lado la participación en el comercio mundial promedio es cercana al 6%, y por otro lado la imposibilidad de hallar nuevos proveedores inmediatos hará que las ventas puedan continuar luego de la veda. La incógnita se da en el mediano plazo por la pérdida de confianza que puede la medida tener en nuestros compradores.

Finalmente, una medida adicional que podría contribuir a una salida de equilibrio para el mercado interno sería la implementación de la venta por cortes y no por media res como en la actualidad. Esto diferenciaría los envíos a las carnicerías según las reales posibilidades locales de compra, mejorando la eficiencia del negocio en los mostradores. Ya hubo una experiencia en los inicios de los '90 que no avanzó lo suficiente porque no se pudo desarrollar una logística acorde, en especial en los límites formales del mercado. Pero ahora hay mayor tecnología y mejores controles de la actividad para pensar el tema nuevamente.

## Mercado de Exportaciones de Carnes

	Año 2004			Año 2005( p)			Año 2006 (e)		
	tn prod	000 u\$s	u\$/tn	tn prod	000 u\$s	u\$/tn	tn prod	000 u\$s	u\$/tn
Carnes frescas	293.184	606.765	2069,6	406.065	942.030	2319,9	220.000	553.000	2513,6
Hilton	29.527	207.972	7043,5	26.587	211.900	7970,1	28.000	225.000	8035,7
C. procesadas	59.885	157.785	2634,8	50.494	141.035	2793,1	50.000	140.000	2800,0
Total carnes	382.596	972.522	2541,9	483.146	1.294.965	2680,3	298.000	918.000	3080,5
Dif. año ant.	151.564	395.375	43,78	100.550	322.443	138,37	-185.146	-376.965	400,26
Dif. % año ant.	65,60	68,51	1,75	26,28	33,16	5,44	-38,32	-29,11	14,93
Menudencias	97.130	82.936	854	112.868	94.152	834	100.000	84.000	840
Total c/menud.	479.726	1.055.458	2200,1	596.014	1.389.117	2330,7	398.000	1.002.000	2517,6

Fuente: SENASA, año 2006 estimación propia

## Estimación de una Curva de Phillips para Argentina

La curva de Phillips explica la inflación principalmente a través de presiones de Demanda, variable captada en el Modelo por medio de la Brecha de Producto, y de Expectativas de Inflación, las cuales pueden ser estáticas, adaptativas o bien racionales. Existen diversas versiones de la Curva de Phillips. En el presente caso, trabajaremos con diferentes especificaciones de la misma, las cuales buscarán reflejar los distintos aspectos de modelización de esta relación.

### Descripción del Período y Variables Utilizadas

Cabe aclarar que en todos los casos se trabajará con datos trimestrales, para el período 1993:1-2005:4.

En cuanto a la definición de las variables incluidas en el modelo,  $\pi_t$  es la **Tasa de Inflación**. Como definición de la misma se utilizó la tasa de cambio del promedio trimestral del IPC mensual desestacionalizado, lo cual suaviza la serie y en consecuencia otorga valores más bajos de inflación que los obtenidos en punta mediante la tasa de variación del IPC mensual.

$E_t \pi_{t+1}$  es la **Expectativa de Inflación** para el período  $t+1$ , formada en el período  $t$ . En nuestras formulaciones, trabajamos con dos versiones de la misma.

- (1) Curva de Phillips Híbrida: En nuestra *primera* especificación, el componente de Expectativas da origen a una versión híbrida de la Curva de Phillips, puesto que las Expectativas de Inflación están captadas por medio de un filtro de Hodrick y Prescott, el cual debido a la construcción del mismo (suaviza la serie ponderando de forma decreciente los valores más lejanos de la misma) es una versión “forward” y “backward looking” de las mismas.
- (2) Curva de Phillips “Forward Looking”: En nuestra *segunda* especificación, trabajamos con Expectativas Racionales, lo cual origina una Curva de Phillips “forward looking”. Como definición de Expectativas en este caso, usamos el valor observado para la variable en el período  $t+1$ .

Además, en todas nuestras especificaciones entra la **variable dependiente con un rezago**, lo cual busca captar un componente de inercia de Inflación que puede justificarse en rigideces de mercado que imposibilita el ajuste de precios.

Nuestra medida de **Brecha de Producto**, que refleja presiones de demanda, es el “Output Gap” obtenido mediante una Función de Producción anual, posteriormente trimestralizada (Ver recuadro sobre PIB potencial). El mismo entra en la ecuación en términos porcentuales.

Debido al shock del año 2002, en las distintas especificaciones de nuestra Curva de Phillips se utilizaron **variables indicadoras** (también llamadas variables dummies) a fines de aislar tal efecto.

Finalmente, con la intención de captar el “pass-through” existente de tipo de cambio a precios se incluyó en nuestra segunda versión de la ecuación el tipo de cambio nominal, el cual entra en nuestro modelo a través de la **tasa de depreciación**.

Finalmente, todas las regresiones se estimaron por medio de MCO<sup>1</sup>.

### (1) Curva de Phillips Híbrida con verticalidad de LP

En una primera especificación, se trabajó con una versión de la Curva de Phillips híbrida muy simple, donde el modelo elegido incluye las Expectativas de Inflación, un rezago de la variable dependiente, el gap contemporáneo y una dummy que capta el shock del año 2002. En esta versión, las expectativas de Inflación están captadas por medio del filtro de Hodrick y Prescott, el cual debido a la

<sup>1</sup> Muchos autores sugieren utilizar como método de estimación GMM en lugar de MCO, debido a que el 1° es más adecuado en ambientes de endogeneidad. Creemos que esto es correcto de ser el objetivo último el obtener elasticidades de corto plazo de las variables propuestas, sin embargo como nuestro objetivo último es de predicción preferimos usar MCO.

construcción del mismo (suaviza la serie ponderando de forma decreciente los valores más lejanos de la misma) es una versión “forward” y “backward looking” de las expectativas.

En este caso, a fines de captar los valores extremos observados como consecuencia del quiebre del Régimen de Convertibilidad, se introdujo una variable dummy que toma el valor 1 para los 4 trimestres de 2002 y 0 para los demás periodos. En este caso, no se testeó la presencia del tipo de cambio nominal, ya que se consideró que la trayectoria del mismo fue fijo desde la Convertibilidad, con un salto captado por la dummy, para luego fijarse nuevamente a niveles más altos.

De esta forma, la ecuación resultante es:

$$\pi_t = 0,87 * E_t \pi_{t+1} + 0,13 * \pi_{t-1} + 0,18 * Gap_t + 0,08 * Dummy02 + \eta_t^2 \quad (1)$$

(6,98)                      (6,98)                      (2,22)                      (5,01)

Cabe aclarar que en esta ecuación, se restringe a los coeficientes de inflación rezagada y de Expectativas de inflación a sumar 1. Ello se impuso a fines de obtener verticalidad en la Curva de Phillips en el largo plazo. Es decir, en estado estacionario al ser cero el Gap (brecha de producto), la Inflación Esperada es igual a la Observada en el período anterior ( $\Pi_{t+1}^e = \Pi_{t-1}$ ) y la efectivamente realizada en el período t igual a ésta última ( $\Pi_t = \Pi_{t-1}$ ) con lo cual no existe ningún tipo de sorpresa. Este efecto solo es posible si se restringe a los coeficientes que acompañan a la inflación a que sumen 1.

Además, en ésta y las demás especificaciones, la constante se restringe a cero. Ello responde a la razón teórica de que, de asumir un valor distinto de cero, no se llegaría a un nivel constante de Inflación, y por lo tanto no se alcanzaría un estado estacionario<sup>3</sup>.

En esta ecuación, todos los coeficientes resultaron estadísticamente significativos (entre paréntesis pueden observarse los estadísticos T) y con los signos esperados. El coeficiente positivo que acompaña al Output Gap refleja que el mecanismo de transmisión tradicional (Output Gap  $\Rightarrow$  tasa de inflación) es válido para la Argentina, sin embargo su efecto cuantitativo es débil frente a alta elasticidad de las expectativas de inflación. Cada punto porcentual (PP) de reducción anual en el Output Gap disminuye la inflación en 0,8 PP al año.

El coeficiente que acompaña a las Expectativas de Inflación es muy elevado de compararlos con estudios previos e implica que por cada PP de reducción anual en la misma, la Inflación resuelta por el Modelo cae 1 PP anual.

En cuanto a los residuos de la Ecuación ( $\eta_t$ ), se testeó la presencia de Autocorrelación la cual fue rechazada. El R2 de esta especificación es de 0,62.

## (2) Curva de Phillips Forward Looking para economías pequeñas y abiertas

El alto valor observado en las expectativas de inflación en la ecuación (1) nos llevó a pensar en otra especificación para las mismas. Una alternativa para medir las expectativas es incluir algún valor de expectativas de mercado. Debido a que solo se dispone de la encuesta que realiza el BCRA (y resume las mismas), a partir de enero 2004, se usó una medida alternativa. Es así como nuestra definición de Expectativas de Inflación para el período t+1 es el valor de la variable efectivamente observado en dicho período. Es decir, si los individuos son racionales y usan de forma óptima toda la información disponible en el período t, sabemos que las expectativas igualan en promedio al valor observado de la variable (podríamos pensar que la parte estocástica está captada en el error de estimación de la ecuación).

Además, el alto valor del coeficiente de Expectativas en la Ecuación (1), no sólo nos llevó a modificar la variable utilizada para medir las mismas, sino a pensar en una posible endogeneidad en nuestra especificación (al estar el gap incluido en forma contemporánea, lo cual nos llevó a rezagar el mismo) y

<sup>2</sup> Primeras pruebas que incluyen hasta dos rezagos de Inflación indican que el coeficiente de Inflación Esperada llegaría a ser incluso mayor que 1.

<sup>3</sup> El Estado Estacionario se define como aquel donde todas las variables del modelo crecen a una tasa constante. Tratándose de la curva de Phillips, los precios deberán crecer a una tasa constante y por lo tanto no debería observarse aceleración/desaceleración en la tasa de Inflación.

en la existencia de variables omitidas. Al ser la Argentina una economía pequeña y abierta, parte de la inflación se ve explicada por el aumento del tipo de cambio<sup>4</sup>, lo cual nos llevó a incluir la tasa de depreciación nominal (rezagada un período) en nuestra especificación. Esta variable no solo busca captar la parte de la depreciación de la moneda que se traduce en precios internos, sino también el quiebre estructural del año 2002, el cual implicó un cambio de régimen de tipo de cambio fijo y convertible a un tipo de cambio (más alto) semi-flotante.

Todo esto, fue incorporado en las ecuaciones (2,1) y (2,2). En la primera, existe ausencia de verticalidad de largo plazo de la Curva de Phillips al no restringirse los coeficientes que sumen 1; en la segunda, previo test, se incorpora dicha restricción. Los resultados obtenidos, pueden observarse a continuación.

### 2.1.- Ausencia de Verticalidad en el largo plazo

Como se mencionó anteriormente, en esta versión los coeficientes que acompañan a la Inflación NO se restringen a 1.

De esta forma, nuestra ecuación propuesta es:

$$\pi_t = 0,24 * E_t \pi_{t+1} + 0,22 * \pi_{t-1} + 0,072 * Gap_{t-1} + 0,10 * \Delta E_{t-1} + 0,013 * Dummy02 + \eta_t \quad (2,1)$$

(5,8)                      (5,4)                      (1,9)                      (17,3)                      (3,8)

En esta ecuación, se usa idéntica especificación para la tasa de inflación (tasa de cambio del promedio trimestral del IPC mensual desestacionalizado), como para el Gap. Las únicas diferencias radican en la medida de Expectativas de Inflación para el período t+1, formada en el período t, la Dummy02 (variable indicadora toma el valor 1 a partir del año 2002 y 0 para los demás) y la introducción del tipo de cambio nominal, captado a través de la tasa de depreciación (rezagada un período).

Nuevamente todos los coeficientes resultaron estadísticamente significativos (entre paréntesis pueden observarse los estadísticos T) y con los signos esperados.

Asimismo, se verifica el mecanismo tradicional de transmisión, al ser el coeficiente que acompaña al Output Gap positivo, siendo menor su efecto con respecto a los componentes de Expectativas y de Inflación rezagada. El valor del coeficiente refleja que por cada punto porcentual (PP) de reducción anual en el "output gap" (rezagado un período), la inflación disminuye en 0,4 PP al año. De comparar este resultado con lo obtenido en la Ecuación (1), se observa que este efecto cae a la mitad, ya que de realizar idéntico ejercicio en la ecuación (1), la inflación se reducía 0.8 PP (sin ignorar que en la Ecuación (1) el Gap entra en forma contemporánea).

El hecho de que en esta versión los coeficientes que acompañan a la Inflación NO se restringen a 1, puede explicar en parte la reducción del valor de los mismos (esto puede comprobarse de comparar los resultados obtenidos entre las ecuaciones sin restringir (2,1) y restringida (2,2)). El coeficiente que acompaña a las expectativas de inflación implica que por cada PP de reducción anual en el valor de las mismas, la Inflación cae 0,3 PP anuales, mientras que el coeficiente de la tasa de depreciación implica que por cada PP de reducción anual en la misma, la Inflación se reduce en 0,5 PP anuales.

En cuanto a los residuos de la Ecuación ( $\eta_t$ ), nuevamente se rechazó la presencia de Autocorrelación, siendo en este caso el valor del R2 de 0,95.

La ecuación anteriormente propuesta, si bien sirve para explicar la dinámica de corto plazo observada en precios, no presenta la condición de verticalidad de largo plazo al no restringir a los coeficientes que sumen 1. Por ello se realizó un Test de Wald, a fines de testear la significatividad de esta restricción la cual dio resultados favorables y por lo tanto luz verde para calcular idéntica regresión en su versión restringida.

<sup>4</sup> Un aumento en el Tipo de cambio implica un aumento del valor en pesos para los bienes transables, muchos de los cuales están incluidos en el IPC y por lo tanto en nuestra medida de Inflación

## 2.1.- Verticalidad en el LP

Cabe aclarar, que en este caso se incluyó el coeficiente de la tasa de depreciación y de la dummy en la restricción. La justificación teórica de ello radica en que, a largo plazo, el Output Gap es cero y el TCR debe estar en equilibrio. Para que esto último ocurra, la tasa de inflación debe igualar a la de Depreciación de forma tal que la inflación observada se iguale a la esperada e iguale a la tasa de depreciación.

Es así, como nuestra versión restringida resultante, es la siguiente:

$$\pi_t = 0,46 * E_t \pi_{t+1} + 0,46 * \pi_{t-1} + 0,083 * Gap_{t-1} + 0,08 * \Delta E_{t-1} + 0,0005 * Dummy02 + \eta_t \quad (2,2)$$

(11,4)      (11,6)      (1,52)      (10,6)      (11,2)

Nuevamente se verifica la significancia estadística de los coeficientes los cuales presentan los signos esperados.

En esta nueva versión restringida, de comparar con la Ecuación (2,1), vemos como aumentan los coeficientes que acompañan a la inflación, casi duplicando su valor tanto para el caso de expectativas como de rezago. En este caso, cada PP de reducción anual en la tasa esperada de inflación reduce la inflación 0,7 PP anuales, valor si bien bastante elevado, aún por debajo del encontrado en la especificación (1), donde con idéntico ejercicio la Inflación del período se reducía 1 PP.

A su vez, los coeficientes de la tasa de depreciación y output gap no exhibieron cambios significativos: una disminución de 1 PP anual en la tasa de depreciación implica una reducción de 0,5 PP en la tasa de inflación, mientras que idéntica disminución en el Gap, genera una caída de 0,6 PP anual en nuestra variable dependiente.

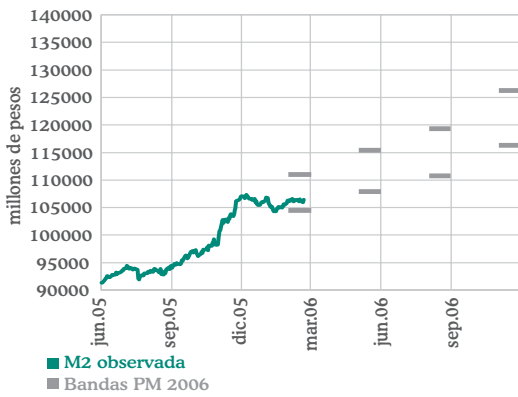
Cabe aclarar que esta especificación exhibe un R2 de 0,9, donde los residuos nuevamente son ruido blanco.

## (3) Conclusiones

- El modelo resumido en la Ecuación (1) con inflación esperada calculada a través del Filtro de Hodrick Prescott e imponiendo la restricción de verticalidad de largo plazo de la curva, arroja un coeficiente de regresión de 0,8 para la expectativas, excesivamente alto frente a estudios previos comparables. Este resultado puede deberse a la condición de verticalidad (que los coeficientes de inflación sumen 1) o a nuestra definición de expectativas.
- Sin embargo, al cambiar la definición de expectativas, pasando de una versión híbrida a un modelo de Expectativas Racionales e incluyendo la tasa de depreciación, el coeficiente que acompaña a las expectativas desciende de 0,8 a 0,24 en una primera especificación, en la cual no se restringe la verticalidad de largo plazo de la curva.
- Si además, en esta última especificación se restringen los coeficientes a que sumen 1, el que acompaña a las expectativas de inflación prácticamente duplica su valor saltando de 0,24 a 0,46, aunque se encuentra aun por debajo del 0,8 obtenido según la especificación (1).
- Lo anterior refleja que es importante modelar las Expectativas de Inflación para la economía argentina, pero sin descuidar que éstas en las últimas dos especificaciones tienen un coeficiente similar al que acompaña el rezago de la Inflación, lo cual implica que no debe ignorarse la persistencia del efecto de la inflación, captado a través de su rezago.
- Si bien se verifica en todos los casos que presiones de demanda se traducen en alza de precios, el valor del coeficiente que acompaña nuestra medida de Output Gap, cae de 0,18 en la Ecuación (1) a 0,071 y 0,08 en las diferentes versiones de la Ecuación (2), siendo éste último valor bastante bajo aunque mayor que el encontrado para estudios previos en Argentina (Ver D'Amato - Garegnani, "The Short Run Dynamics Of Inflation", Jornadas de Economía Monetaria, La Plata 2004).

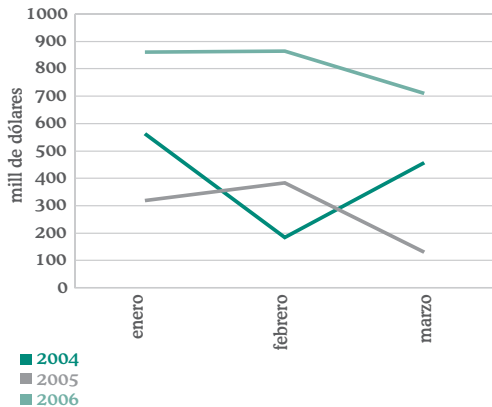


## Programa Monetario 2006



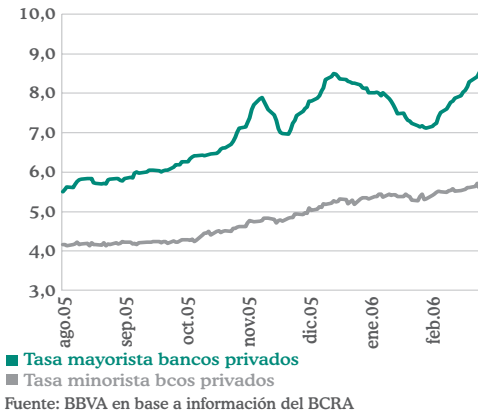
Fuente: BBVA en base a información del BCRA

## Intervención cambiaria mensual BCRA



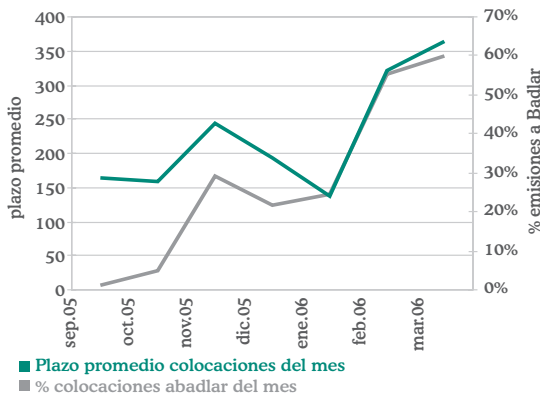
Fuente: BBVA en base a información del BCRA

## Tasa para plazos fijos en promedios móviles 5 días



Fuente: BBVA en base a información del BCRA

## Emisiones del BCRA a tasa variable



Fuente: BBVA en base a información del BCRA

## 4. Entorno Monetario

### Programa Monetario 2006: se establecen metas sobre M2

El Banco Central innovó en el Programa Monetario para el año 2006 estableciendo metas sobre el agregado monetario M2 en pesos, en lugar de la Base Monetaria, tal como se había definido en los años anteriores. Esto representa un avance con respecto a la definición de dinero ya que el M2 reflejaría más acabadamente la demanda de dinero del público que la anterior Base Monetaria.

Las metas del programa admiten un crecimiento máximo para el agregado del 21,2%, en tanto que durante el 2005, M2 creció un 25%. La banda superior se seguiría en el caso que la inflación se acercase más al 8% y la banda inferior si la inflación fuese más parecida al 11,7% en el año. Este último es un argumento teórico que responde al hecho de que la demanda de dinero aumenta si la inflación es más baja, y en consecuencia, es posible expandir más la oferta. Sin embargo, en la práctica de los años anteriores el Banco Central expandió la base monetaria acercándose al máximo de la meta del programa a pesar que la inflación tenía una tendencia creciente, especialmente el año pasado.

Al mes de marzo el sendero de crecimiento de M2 se acercaría a la banda inferior, el crecimiento interanual del agregado alcanza al 26,6% lo que implica que debería haber una desaceleración del crecimiento de aquí a diciembre para cumplir la meta monetaria.

Creemos que el programa monetario es cumplible y conllevaría alguna suba adicional en la tasa de interés, si bien no esperamos que este año retornen a ser positivas en términos reales.

### Base Monetaria

La Base Monetaria aumentó un 2,1% en promedio en el primer trimestre del año. La fuerte intervención cambiaria que duplica a la del año anterior (por la intención de restaurar el nivel de reservas internacionales previas al pago al FMI), fue neutralizada por absorción del Tesoro mediante compra de dólares al BCRA y colocaciones de Letras y Notas.

Si bien se destacó la cancelación programada y anticipada de redescuentos del orden de \$ 5.000 millones, el sistema financiero la financió deshaciendo pasivos pasivos con el Banco Central con lo que el efecto resultó neutro en términos monetarios, sin embargo, significó una caída en la liquidez de corto plazo que mantiene el sistema financiero.

### La política monetaria se hace más restrictiva

En el mes de marzo el Banco Central anunció algunas medidas que podrían marcar un sesgo más restrictivo en la política monetaria tendiente a neutralizar los efectos de la política de acumulación de reservas. Ellas consisten en la suba de la exigencia de efectivo mínimo de los depósitos a la vista (cuentas corrientes y ahorro) y la eliminación de la remuneración de las exigencias de dichos depósitos. Posteriormente se dispuso una reducción en el límite al cual las cuentas corrientes son remuneradas. Los efectos de esta política forzarían al alza las tasas de interés como ya se viene observando en los últimos meses, si bien no se registró todavía una migración de depósitos en cuentas a la vista hacia depósitos a plazo que es uno de los fines que propician las medidas. Actualmente más del 50% de los depósitos totales en pesos se encuentran en cuentas corrientes y cajas de ahorro.

Por el lado de la política de absorción, la colocación de letras y notas a plazos cada vez menores para no convalidar aumentos de tasas de interés comenzó a agotarse a fin del 2005 y produjo una importante concentración de vencimientos en el primer trimestre del año 2006 en que venció más del 50% del stock. En los últimos meses de ese año comenzó a consolidarse la colocación de instrumentos ajustables por tasa Badlar (las emisiones de instrumentos ajustables por CER habían sido vedadas a partir del mes de agosto del año anterior). En el gráfico se observa que a medida que aumenta la proporción de instrumentos ajustables más rentables, ha sido posible alargar el vencimiento de las colocaciones.

A partir de este año se consolida la colocación de Notas ajustables por Badlar que al momento ya representan un 40% del stock total. Las emisiones a dos años rinden la tasa esperada de inflación al nivel actual de tasas con el atractivo de que la tasa es variable.

El inconveniente es que esta situación deteriora más rápidamente el superávit cuasifiscal del Banco Central si se continúa aplicando la estrategia de acumular reservas y sostener el tipo de cambio por encima de su equilibrio. Esta política obliga a esterilizar la emisión con colocaciones de deuda con tasas más altas para evitar que haya oferta excedente de dinero originando un costo financiero que a mediano plazo podría desembocar en un déficit cuasifiscal.

Según lo anunciado por su Presidente en ocasión de la presentación del nuevo Programa Monetario, en el 2005 dicho superávit habría alcanzado a \$ 2.250 millones. Un aumento en la colocación de notas ajustables a Badlar conjuntamente con fuerte cancelación de redescuentos (el activo más rentable del Banco Central), tendería a erosionar ese resultado. Al ritmo actual de evolución de las variables, todavía sería positivo durante este año, pero el 2007 podría compliarse.

## Depósitos y préstamos

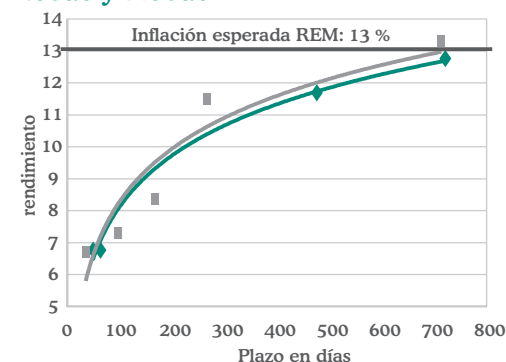
En los primeros meses del 2006 se destaca una desaceleración de los depósitos del sector privado a favor de mayor crecimiento de los depósitos del sector público. Esto podría llegar a acentuarse en el curso de este año dado que el gobierno está dispuesto a reforzar el superávit fiscal para contribuir a mantener la inflación bajo control puesto que, por otro lado, se mantiene la demanda de dinero efectivo creciendo a tasas que no descienden del 30% anual.

Con respecto a los préstamos, el crecimiento viene acelerándose desde el año anterior y al mes de marzo mostraba una tasa de crecimiento interanual cercana al 40%. De todos modos, estimamos que si bien el ritmo de expansión seguiría siendo importante, podría bajar gradualmente hacia fin de año debido a que el Banco Central requerirá seguramente un esfuerzo de absorción monetaria adicional si la intención es reponer el stock de reservas internacionales de fin del 2005 y cumplir las metas monetarias. En ese caso, podría destinarse una parte importante de la nueva capacidad prestable a colocaciones en Lebac y Nobac restando fondeo para el otorgamiento de nuevos créditos.

## Indicadores de demanda de dinero

Mirando los agregados en términos del PIB, se observa un aumento en la demanda de dinero efectivo a partir del año 2003 que crece en mayor proporción que el PIB, mientras que el agregado M3 incluyendo depósitos en pesos y dólares de los sectores público y privado estaría cerca de los máximos que se observaron durante el período de la convertibilidad. Por otro lado, el M3 privado (incluye solamente los depósitos del sector privado) se encuentra más retrasado que el agregado total con respecto a los máximos alcanzados en los años previos, e inclusive se ha mantenido aproximadamente constante desde el año 2003. Si bien el excedente fiscal generado por el sector público desde ese año provocó una redistribución de los depósitos hacia cuentas oficiales, la estabilidad del ratio sugiere que la demanda de dinero privado está ya en un techo y se justifica una política más restrictiva del Banco Central.

## Curva de rendimientos licitaciones de Lebac y Nobac



■ Ult. Semana 2005

■ 3ra semana Marzo

Fuente: BBVA en base a información del BCRA

## Evolución de agregados monetarios

	variación % interanual			
	Circulante en poder del público	Depósitos del sector privado	Préstamos al sector privado	Depósitos del sector público
dic-04	25,4%	11,0%	25,8%	81,9%
dic-05	30,0%	21,3%	36,0%	18,0%
ene-06	31,0%	18,9%	38,1%	21,8%
feb-06	31,3%	18,3%	38,6%	23,1%
mar-06	30,3%	16,8%	38,9%	25,0%
acum.06	2,7%	3,5%	6,4%	0,4%

1/ Al día 21.

Fuente: BBVA en base a información del BCRA

## Agredatos monetarios / PIB

	Circulante del público	M3 total 1/	M3 privado 2/
1997	4,0%	25,5%	22,1%
1998	4,1%	29,1%	25,6%
1999	4,2%	32,4%	29,0%
2000	4,1%	33,3%	29,9%
2001	3,8%	32,4%	29,5%
2002	4,1%	27,6%	25,0%
2003	5,4%	26,7%	23,5%
2004	6,2%	29,4%	23,3%
2005	6,7%	30,1%	23,8%
2006 (e)	7,1%	29,8%	23,8%

1/ Incluye depósitos totales en pesos y dólares + circulante del público en pesos

2/ Incluye depósitos sector privado en pesos y dólares + circulante del público en pesos

Fuente: BBVA en base a información del BCRA

## Argentina

Indicadores Económicos Básicos	2003	2004	2005	2006(e)	2007(e)
<b>Actividad</b>					
PBI Nominal (\$, miles de millones)	375,9	447,6	532,3	642,1	758,5
PBI Nominal (u\$s miles de millones)	127,1	151,2	181,1	212,2	246,6
PBI Real (Variación %)	8,8	9,0	9,2	7,8	6,2
Tasa de desempleo (promedio anual)	17,3	13,6	11,6	9,9	8,7
<b>Precios</b>					
PBI Deflactor (Var. % prom.)	10,9	9,2	8,8	11,9	11,2
IPC (Var. %, fin de año)	3,7	6,1	12,3	12,0	10,0
<b>Sector Externo</b>					
Exportaciones (u\$s miles de millones)	29,6	34,6	40,0	44,3	49,2
Importaciones (u\$s miles de millones)	13,8	22,4	28,7	35,2	41,8
Balance Comercial (u\$s miles de millones)	15,7	12,1	11,3	9,1	7,4
Saldo Cuenta Corriente (u\$s miles de millones) **	7,5	3,3	5,4	4,9	3,6
Tipo cambio (\$/u\$s, fin período)	2,96	2,99	3,05	3,15	3,25
Indice de Tipo de Cambio Real <sup>1/</sup>	191,0	201,6	193,3	181,6	n.d.
Deuda externa privada (U\$S miles de millones) <sup>6/</sup>	59,0	55,0	51,9	n.d.	n.d.
<b>Sector Financiero</b>					
Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) <sup>2/</sup>	73,2	81,2	98,5	116,6	137,8
Depósitos sector privado Var. anual %	10,9	11,0	21,3	18,4	18,1
Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) <sup>2/</sup>	30,7	38,6	52,6	68,3	84,9
Préstamos al Sector privado Var. anual %	-14,4	25,7	36,0	30,0	24,2
Tasa de interés Plazo Fijo 30 días (fin año)	3,7	3,1	5,0	8,0	10,0
Reservas internacionales del BCRA (u\$s miles de millones) <sup>3/</sup>	14,1	19,6	28,1	27,6	33,6
<b>Sector Público</b>					
Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) <sup>4/</sup>	8,7	17,4	19,7	21,7	22,8
Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) <sup>4/</sup>	1,8	11,7	9,4	12,2	13,8
Deuda pública total (U\$S miles de millones) <sup>5/</sup>	178,8	191,3	128,6	n.d.	n.d.
Deuda pública moneda extranjera (U\$S miles de millones) <sup>5/</sup>	135,8	138,4	66,8	n.d.	n.d.
Deuda pública externa (u\$s miles de millones) <sup>6/</sup>	105,9	115,9	65,4	n.d.	n.d.

Indicadores de Riesgo (%)	2003	2004	2005	2006(e)	2007(e)
Cuenta Corriente/PBI	5,9	2,2	3,0	2,3	1,5
Balanza Comercial/PIB	12,4	8,0	6,3	4,3	3,0
Exportaciones/PIB	23,3	22,8	22,1	20,9	20,0
Importaciones/PIB	10,9	14,8	15,8	16,6	17,0
Resultado fiscal primario/PBI	2,3	3,9	3,7	3,4	3,0
Deuda pública/PBI	140,7	126,5	71,0	n.d.	n.d.
Deuda pública externa/PBI	83,3	76,6	36,1	n.d.	n.d.

**Notas:**

\*\* Sujeto a revisión. Estimado en base a los intereses devengados de la deuda pública antes de la reestructuración.

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

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

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

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

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

<sup>5/</sup> Deuda pública al 31/12/2005 (excluye holdouts). Sec. Financiamiento.

<sup>6/</sup> Según Estim. Balance de Pagos, fin del período. Al 31/12/05. Fuente: Sec.de Política Económica. Aumento (disminución) implica depreciación (apreciación).

**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](http://www.bancofrances.com.ar)

**Servicio de Estudios Económicos:**

**Director:**

José Luis Escrivá

**Subdirector:**

David Taguas

**Economistas Jefe:**

Latam y Mercados Emergentes: Luis Carranza

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

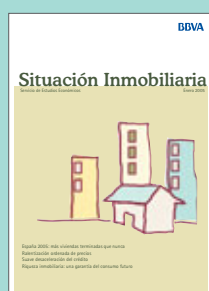
Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos de Capital: Sonsoles Castillo

**otras publicaciones**



El Lic. Ernesto Gaba, Economista Jefe del Servicio de Estudios Económicos y Director de la presente publicación cuya propiedad corresponde al BBVA Banco Francés S. A. con Registro de la Propiedad Intelectual Nro.: 376974. Las opiniones vertidas son válidas a la fecha de su publicación quedando sujetas a modificación sin necesidad de preaviso alguno. Las mismas resultan orientadoras para el inversor, en el marco de los mercados de riesgo en los que opera el público, y en consecuencia, esta publicación no asume responsabilidad por el resultado de cualquier operación.