



adelante.

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 3 / Nro. 10 - Segundo trimestre 2007



Desaceleración del crecimiento y menos superávit  
Precios Relativos más alejados del equilibrio  
Notable recuperación de la masa salarial

# Indice

Fecha edición: 04 de Mayo de 2007

<b>1. Editorial</b>	2
<b>2. Entorno internacional</b>	3
<b>3. Entorno Macroeconómico</b>	5
¿Que esperamos para 2007?	5
Entorno a Precios y Precios Relativos	11
Artículos. El mercado laboral: tendencias en desempleo y salarios	16
<b>4. Entorno Monetario</b>	22
Las variables monetarias durante el primer trimestre del año mostraron una aceleración	22

## Han elaborado esta publicación:

Ernesto Gaba	Economista Jefe y Director de la presente publicación.
Rodrigo Falbo	<a href="mailto:rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar">rodrigo.falbo@bancofrances.com.ar</a>
María Celeste González	<a href="mailto:celestegonzalez@bancofrances.com.ar">celestegonzalez@bancofrances.com.ar</a>
Adriana Haring	<a href="mailto:aharing@bancofrances.com.ar">aharing@bancofrances.com.ar</a>
Jorge Lamela	<a href="mailto:jorge.lamela@bancofrances.com.ar">jorge.lamela@bancofrances.com.ar</a>
Daniel Perrotti	<a href="mailto:daniel.perrotti@bancofrances.com.ar">daniel.perrotti@bancofrances.com.ar</a>
Gloria Sorensen	<a href="mailto:gsorensen@bancofrances.com.ar">gsorensen@bancofrances.com.ar</a>
Andrea Suárez	<a href="mailto:asuarez@bancofrances.com.ar">asuarez@bancofrances.com.ar</a>

## 1. Editorial

### 2007: Suave desaceleración en el crecimiento y algo menos de superávits gemelos

El ciclo expansivo continúa y el PIB crecería 7,9% este año, posibilitando niveles de PIB per cápita más altos que en los mejores registros de la Convertibilidad. En materia de inflación, bajamos al 9% el aumento del IPC de este año, lo cual se debe a los cambios metodológicos realizados por el INDEC en los primeros meses del año. Si bien estas modificaciones ayudaron a reducir los aumentos del índice, esto no implica que valoremos una caída en la inflación de equilibrio.

Los cambios en la medición del IPC tienen el costo de minar la credibilidad de las estadísticas e introducir un sesgo alcista en las expectativas de inflación, incluso usando índices que no miden adecuadamente el cambio en el nivel general de precios al consumidor. Si consideramos el deflactor del PIB la inflación promedio del año pasado habría sido del 13,4%, mientras que el IVA ajustado por aumento de actividad y mayor eficiencia en la recaudación arroja un aumento del 17,9%, en ambos casos superiores al aumento promedio del 10,9% en el IPC.

El superávit primario se reduciría a 3% del PIB este año, por el impulso creciente del gasto público aún en un entorno de excelente aumento de la recaudación fiscal. No esperamos una erosión fiscal mayor a esta porque este año el gobierno tendría ingresos adicionales provenientes de la reforma previsional.

El superávit externo sigue siendo elevado, la balanza cambiaria del sector privado tendría un nuevo superávit record de U\$S 14.000 millones debido en parte a los elevados precios de exportación de los productos primarios.

En el frente monetario son crecientes los esfuerzos del BCRA por contener el efecto monetario de su cada vez mayor intervención cambiaria que tiene como objetivo acumular reservas, de hecho poniendo un piso al tipo de cambio nominal. A pesar de la activa absorción mediante Lebac's y Nobac's, la oferta monetaria aceleró su crecimiento interanual, comparando el reciente mes de abril con diciembre del año pasado. En particular, el M2 privado registra un aumento del 26% a/a, superando el crecimiento esperado para el PIB nominal con un objetivo de inflación no mayor al 10%.

### Preocupan unos precios relativos cada vez más alejados del equilibrio

En este número, analizamos la evolución de los precios relativos desde varios ángulos y casi todo indica una situación de desequilibrio que tarde o temprano debería ser corregida. En particular sobresalen los siguientes aspectos.

Al interior del IPC, el precio relativo de Alimentos y Bebidas tiene una tendencia creciente, a pesar de la activa política del gobierno de limitar algunas exportaciones, subir retenciones y poner en práctica acuerdos de precios con varios sectores. Esto se debe, en el caso de alimentos que se exportan, al fuerte aumento del precio internacional de las materia primas (un 20% en el 2006), y otros rubros donde prevalecen factores internos (consumos fuera del hogar), el incremento es notable por el mayor ingreso de los consumidores, tanto por aumento de salarios como por mayor ocupación.

En cuanto al tipo de cambio real, que según nuestros estudios se coloca por encima de su valor de equilibrio, su caída es muy lenta por la política cambiaria que no permite apreciación nominal y también por acontecimientos externos, principalmente depreciación del real en Brasil y del dólar frente al euro.

También analizamos el tipo de cambio real bilateral, peso/dólar y diferencial de inflación con EEUU, utilizando como deflactores internos 4 índices. Cuando se utilizan precios al consumidor y el deflactor del PIB, la depreciación real es importante y se coloca en el rango 86%/ 76% comparando el IV trimestre 2006 con fines de la convertibilidad. Sin embargo, cuando utilizamos como deflactores al salario privado registrado, el aumento de competitividad, siempre comparando con fines de la Convertibilidad, se reduce al 59%. De todos modos, al usar el tipo de cambio real multilateral la competitividad registra un aumento mayor del 127%, principalmente por la apreciación de las monedas brasileña y europea.

A lo anterior se agrega el problema más estructural de tarifas energéticas y de transporte público prácticamente congeladas desde la devaluación y que exigen subsidios crecientes por parte del fisco.

### Notable recuperación del empleo y del salario real

El elevado crecimiento sigue contribuyendo a aumentar la demanda laboral y la tasa de desocupación promedio sería este año del 8,7%, excediendo en menos de 3 puntos porcentuales a la desocupación friccional de los años '80. Si se analizan las categorías de empleo por edades y calificación, encontramos que el grueso del desempleo se produce entre los más jóvenes y/o en las personas con estudios hasta secundario incompleto, mientras que entre los recursos más calificados, por ejemplo con estudios universitarios completos, la tasa de desocupación se reduce al 4%.

Los salarios también siguen recuperando y el aumento de este año dependería de 3 factores: inflación esperada (9% según el IPC), productividad del 4,7% según PIB por unidad de ocupación y finalmente el mayor poder de negociación de los sindicatos por la caída en la desocupación (0,9% de aumento de salario real por cada punto de caída en la tasa de desempleo). Estos factores nos conducen a estimar un aumento del 15% del salario nominal promedio para este año, sin originar mayores presiones inflacionarias.

## 2. Entorno Internacional

### Continúa la expansión a nivel global

Durante 2007 la actividad económica mantendrá su notable dinamismo, aunque su crecimiento se moderará levemente. Actualmente, la economía mundial se encuentra inmersa en su mayor expansión cíclica desde la crisis petrolera de los años setenta, expandiéndose por quinto año consecutivo a tasas superiores al 4,0%. Sin embargo, lo más característico de este ciclo es la amplia base geográfica que respalda el crecimiento global. Así, los principales contribuidores seguirán siendo los países emergentes, con Asia y, especialmente, China, de actores protagonistas. En cuanto a los desarrollados, la zona euro sigue acumulando sorpresas positivas en actividad y nuestras expectativas de crecimiento, ya por encima del potencial, se ubican en el 2,5%. Japón, segunda mayor economía del mundo, consolida su recuperación económica, tras una década sumida en la deflación.

Sin embargo, es EE.UU., uno de los principales referentes a nivel global, donde recaen las mayores incertidumbres. A la preocupación en torno al ajuste del sector inmobiliario, agudizada con las incertidumbres procedente desde el mercado sub-prime (el segmento más riesgoso del mercado hipotecario), se le une ahora la debilidad transitoria de la inversión no residencial. No obstante, teniendo en cuenta la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión, así como la solidez del empleo y del consumo, la economía recuperará su dinamismo en la segunda parte del año. No obstante, los riesgos derivados de un ajuste más acusado de la inversión no residencial o del sector inmobiliario siguen protagonizando junto al impacto que el riesgo geopolítico pueda tener sobre el riesgo del petróleo, los mayores riesgos a nivel global.

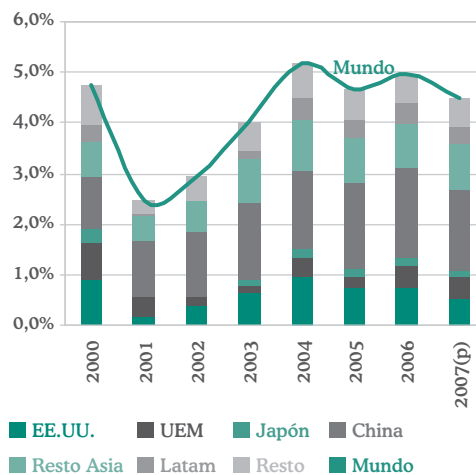
### EE.UU., principal foco de incertidumbres

Hasta hace varios meses los principales factores de incertidumbre procedían principalmente de un conflicto bélico con Irán, que desembocara en una escalada en los precios del petróleo, y de una fuerte desaceleración de la economía americana consecuencia de un brusco ajuste de su sector inmobiliario. Ambos factores continúan vigentes, aunque el segundo con nuevos elementos.

Por un lado, la preocupación en torno a los problemas por los que están atravesando determinados segmentos más riesgosos del mercado hipotecario, el denominado segmento sub-prime, y su potencial impacto en el consumo privado y en un contagio hacia el mercado financiero en general (credit crunch) que termine impactando de forma muy negativa sobre la economía real se ha acrecentado. No obstante, la baja importancia relativa del sub-prime en el mercado del crédito hipotecario (7%), la creciente diversificación de los riesgos y el crecimiento de la renta que contribuye al mantenimiento de la solvencia de las familias, acotan el riesgo de contagio al resto de la economía.

Por otro lado, y el riesgo de mayor relevancia en la actualidad, sería que la desaceleración de la inversión no residencial en la economía norteamericana fuera consecuencia de un deterioro significativo de las expectativas empresariales, que causara un fuerte retroceso de la actividad ante una mayor debilidad del empleo y una fuerte desaceleración del consumo, actualmente los soportes principales de la economía estadounidense. Sin embargo, dada la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión, todo apunta a que la evolución más reciente se puede calificar como un *soft-patch*, un reajuste a mitad de ciclo. Por tanto, nuestras previsiones apuntan a que la economía recuperará el dinamismo en la segunda parte del año, aunque con un crecimiento menor a lo inicialmente esperado para este año (2,3%), que posteriormente tenderá hacia su potencial en 2008 (2,8%).

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



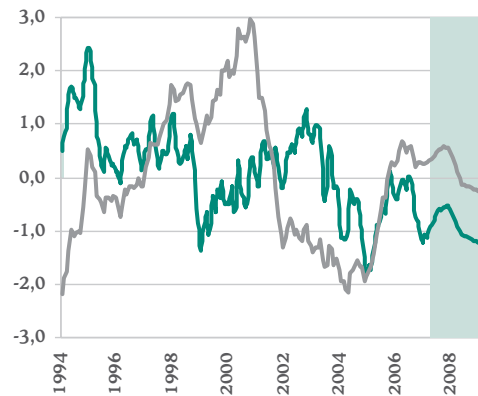
Fuente: BBVA

### Inversión no residencial (real, %var. anual)



Fuente: BBVA

EE.UU: ICMF e ICM \*



■ ICMF

■ ICM

\* Utilizando la inflación subyacente

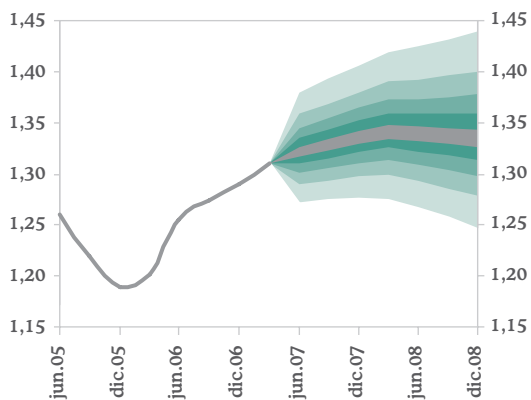
Fuente: BBVA

Previsiones financieras (fin de año)

	2005	2006	2007(e)
<b>Tasas oficiales</b>			
EE.UU	4,25	5,25	5,25
UEM	2,25	3,50	4,25
<b>Tasas a 10 años</b>			
EE.UU	4,5	4,7	4,8
UEM	3,4	3,9	4,3
Dólar-euro	1,19	1,32	1,33

Fuente: BBVA

Dólar-euro



Fuente: BBVA

De-coupling de Políticas Monetarias

En la actual situación de divergente posición cíclica de las economías, se explican los distintos caminos a seguir por los Bancos Centrales. En EE.UU., la Fed mantendrá estables las tasas oficiales en el actual 5,25% durante un período prolongado de tiempo, ya que se unen, por un lado, una inflación subyacente moderándose pero próxima a la parte alta del rango de tolerancia de la Fed, y por otro, una debilidad transitoria de la actividad y unas condiciones financieras todavía laxas. De hecho estas condiciones, que incorporan la evolución del mercado bursátil y de la divisa, además de las tasas de corto plazo y las rentabilidades de largo plazo, se sitúan actualmente en una zona más relajada que cuando las tasas se ubicaron en el 1% a mediados de 2003.

Lo anterior contrasta con zonas como Japón y Europa, donde la política monetaria continuará normalizándose. En el primero, las tasas oficiales se situarán en torno al 1% a final de año, aunque los movimientos se producirán de forma muy gradual y en función de la evolución de la actividad y de la inflación. En el segundo, el BCE elevará la tasa "refi" hasta el 4,25%, apoyado en la fortaleza del crecimiento europeo y en que los riesgos sobre la inflación continúan siendo al alza.

A pesar de que el tono monetario en las principales economías seguirá siendo restrictivo, es previsible que continúe la baja volatilidad de los mercados y la elevada liquidez, sustentada por el hecho de que continuará la acumulación de reservas por parte de las economías emergentes y las limitaciones de las tasas de largo plazo a subir observadas en este ciclo. Todo ello, apoyado por las valoraciones bursátiles y las sólidas expectativas de beneficios. En este contexto, se espera un leve repunte de las rentabilidades de largo plazo, aunque más limitado en EE.UU., debido a la fortaleza de la demanda de deuda norteamericana por inversores extranjeros. Así, nuestro pronóstico para las tasas a diez años es de 4,3% para Europa y de 4,8% para EE.UU.

Por su parte el dólar continúa debilitándose frente al euro desde finales de 2006. En contra de la divisa habrían estado operando factores estructurales como la operativa de fusiones y adquisiciones y las noticias recientes sobre la diversificación de reservas. Respecto a este último, es reseñable la creación de una agencia estatal de reservas en China para la gestión de las mismas, a la cual le seguirán esquemas relativamente similares en Japón y Rusia. No obstante, la reciente debilidad de la divisa parece exacerbada, lo que obedece a que el mercado baraja un escenario menos benigno para la economía estadounidense. Así, en la medida en la que el mercado ajuste sus perspectivas en línea con nuestro escenario base, el dólar debería retornar a niveles más apreciados, en torno a 1,32-1,33\$/€.

De todas formas, tal y como ya se ha expuesto, el balance de riesgos inherentes a la economía mundial, contempla impactos más acusados sobre la economía estadounidense, estableciendo un sesgo claramente depreciador sobre el dólar, a la vez que sesga a la baja las rentabilidades de largo plazo.

### 3. Entorno Macroeconómico

#### ¿Que esperamos para 2007?

A pesar de ser un año electoral, en lo macroeconómico el año en curso se presenta como muy similar al 2006, aunque con algo menos de crecimiento y también algo menos de inflación. Luego de 4 años de fuerte incremento del PIB, la economía se encuentra desde el año pasado con un output gap positivo, con escasa capacidad ociosa para continuar incorporando, salvo en algunos sectores puntuales. De hecho, el desempleo tocó 8,7% a fines de 2006, la cifra más baja registrada desde 1993, acercando la tasa de desocupación a la tasa friccional cercana al 6%. Es natural, entonces, que la economía, ya en niveles superiores a los pre-crisis continúe expandiéndose a una tasa menor que en los años de recuperación.

En este contexto de demanda excedente, cabría esperar una aceleración de la inflación, máxime teniendo en cuenta que las políticas monetaria y fiscal han sido relativamente más expansivas en el primer trimestre del año. Sin embargo, los cambios metodológicos introducidos en la medición del IPC a principios del 2007, nos han llevado a reducir nuestra proyección del índice de inflación a 9% para el corriente año.

También en el sector externo, el exceso de demanda doméstica debería impactar en una caída más rápida del superávit comercial. Sin embargo, estimamos una reducción de sólo U\$S 1.600 millones en la balanza este año ya que los términos del intercambio continuarían mejorando en 2007. Así, a pesar de que las exportaciones no tuvieron un “despegue” luego de la devaluación, el favorable ciclo de commodities ha contribuido al mantenimiento de un abundante excedente cambiario. La cuenta corriente continuaría registrando un superávit cercano al 2,5% del PIB, reflejando tanto el excedente comercial como los menores intereses pagados luego de la reestructuración de deuda y los ingresos provenientes de la política de acumulación de reservas.

El “otro” de los superávits gemelos, en cambio, mostraría este año un mayor deterioro. Proyectamos una caída de medio punto del PIB en el superávit fiscal primario producto principalmente de la moratoria previsional y de las mayores dificultades financieras de las provincias. Aunque Argentina continuaría registrando un superávit fiscal después de intereses y no tendría dificultades para refinanciar en los mercados parte de las amortizaciones de deuda, se evidencia una erosión más rápida del resultado fiscal que en los años previos.

#### Desacelera la inversión y se incrementa el consumo

Durante el año 2006 la economía argentina convalidó nuevamente las elevadas tasas de crecimiento exhibidas en los últimos años, mostrando un incremento de 8,5% respecto al año previo (ver Tabla 1).

Desde la perspectiva de la demanda agregada, al igual que en los últimos años el principal motor del crecimiento provino de la inversión, que verificó un crecimiento de 18,7% con relación al año 2005, elevando su participación interna en el PIB al 22%, siendo esta participación más elevada que la observada durante los años de la Convertibilidad.

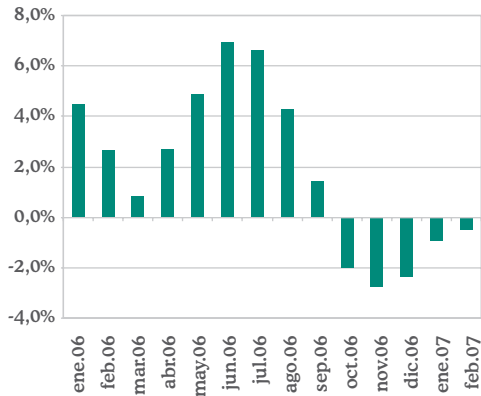
Hacia dentro de la inversión, la construcción - que representa el 62% de la inversión - presentó un crecimiento de 18,9% durante el año 2006, mostrando una importante desaceleración hacia el último trimestre del año (donde creció solamente 12,4% contra el cuarto trimestre 2005).

**Tabla 1.**  
**Oferta y Demanda Agregada**

	Consumo Privado	Consumo Público	Inversión	Exportaciones	Importaciones	PBI	Var. % PIB
Variación 2006	7,7%	5,2%	18,7%	7,4%	15,2%		
Nivel 2006	215.709	39.339	71.784	46.275	39.530	330.534	8,5%
Part. % PIB	65%	12%	22%	14%	12%		
Variación 2007 (e)	8,0%	7,0%	12,8%	7,0%	16,0%		
Nivel 2007 (e)	232.966	42.093	80.972	49.514	45.854	356.647	7,9%
Part. % PIB	65%	12%	23%	14%	13%		

Fuente: Servicio de Estudios BBVA - Banco Francés

**Gráfico 1.**  
**ISAC Serie Desestacionalizada**  
(variación promedio últimos 3 meses)



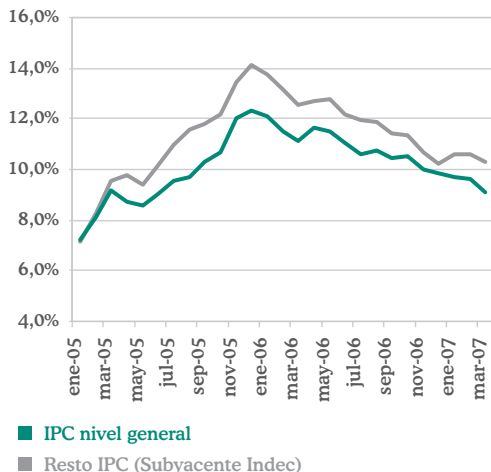
Fuente: BBVA Banco Francés - Servicio de Estudios Económicos en base a datos de INDEC

**Tabla 2.**  
**Crecimiento del PIB (en %)**

	2007(e)
Efecto Arrastre	3,3%
Crecimiento Trimestral	1,7%
Variación PIB	7,9%

Fuente: BBVA - Banco Francés

**Gráfico 2.**  
**IPC: nivel general y subyacente (Indec)**  
variaciones interanuales



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

Hay algunos signos de que la desaceleración pueda continuar durante el presente año, particularmente estimamos que la inversión residencial será la más afectada, mientras que la obra pública – potenciada por el año electoral – mantendrá e incluso elevará su crecimiento interanual evitando un descenso más drástico en la construcción. En el Gráfico 1 puede observarse que desde octubre de 2006 la variación promedio de los últimos 3 meses contra los tres meses previos del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción muestra variaciones negativas.

El otro componente de la inversión, equipos durables de producción, tuvo un incremento de 18,6% en el año, donde los equipos nacionales (42% del total) ostentaron un menor dinamismo que sus contrapartes importadas, con un crecimiento interanual de 12,1% y 23,9% respectivamente.

El consumo privado (Tabla 1) – principal componente de la demanda agregada- exhibió un buen dinamismo (7,7% en términos interanuales), aunque por debajo del crecimiento del PIB; sustentado por el aumento progresivo del salario real (ver capítulo laboral), la disminución en la tasa de desempleo, competitivas tasas de interés y sistemas de financiación a mediano y largo plazo.

Por el lado del sector externo, las exportaciones argentinas – medidas en términos reales – han crecido 7,4% durante el año 2006. Este crecimiento se vio opacado por el incremento de 15,2% registrado en las importaciones para igual período interanual. La combinación de exportaciones creciendo a un menor ritmo que las importaciones provocó un deterioro en la balanza comercial real de 23,2% en el 2006. Sin embargo, los buenos precios internacionales que enfrentaron los productos vendidos por nuestro país revirtieron el deterioro de la balanza comercial al observarla en términos corrientes, mostrando un incremento en el saldo comercial de 16,1% con respecto al saldo del año 2005.

Para el año 2007 proyectamos un incremento en el PIB de 7,9%, donde el dinamismo seguirá proviniendo de la inversión (con una marcada desaceleración en la construcción residencial), un consumo que exhibirá un crecimiento presumiblemente superior al del año 2006, motivado en la continuidad de las mejoras en el salario real (incluyendo las recientes modificaciones impositivas en materia de Ganancias), tasas reales de interés negativas, y un gasto público que presentará un importante dinamismo en un año marcadamente electoral.

La evolución que presentó el PIB durante el año 2006 convalida un “efecto arrastre” para el presente año de 3,3% (ver Tabla 2). Este valor es muy similar al del año anterior (3,4%) y pone un importante piso para el crecimiento de 2007.

El crecimiento marginal proyectado asciende a 1,7% trimestral, considerando la variación contra el trimestre anterior. Vale la pena mencionar que esta cifra trimestral muestra una importante desaceleración respecto a la observada en el 2006, cuando fue de 2,1%.

En base a nuestras estimaciones de actividad e inflación, hemos elevado la previsión para el año 2007 del Índice de Precios Implícitos del PIB (también conocido como el deflactor del PIB) por encima de nuestra proyección del IPC (9,2%), a un valor de 11,7%. Esto repercute en nuestras previsiones del PIB a valores corrientes (ver capítulo de precios).

### El IPC aumentaría 9% en 2007

Conociendo los datos de inflación del primer trimestre del año hemos modificado nuestra proyección de inflación, ubicándola en 9% interanual (1 pp por debajo de nuestra estimación previa). Para el año 2008 la estimación asciende a 11%.

Habiendo transcurrido los primeros tres meses del año, la inflación acumulada se ubicó en 2,2%. Esta cifra, que incluyó algunos cambios metodológicos en la medición del índice, exhibe una merma con respecto a lo observado en igual período de 2006, cuando la inflación acumulaba 2,9%. Teniendo en cuenta la fuerte estacionalidad que se observa en los primeros meses del año, esta disminución interanual fundamenta la reducción en nuestra proyección de inflación para este año.

Por otra parte, la inflación subyacente tal como se observa en el Gráfico 2, parece haber alcanzado cierta estabilidad (en torno al 10% interanual, ver gráfico), mientras que la medición del nivel general de precios presenta una tendencia – cambios metodológicos incluidos - decreciente.

## Impacto de la reciente reforma previsional sobre los ingresos fiscales

La modificación al régimen previsional en Argentina ha de traer diferentes consecuencias sobre las finanzas públicas nacionales en el corto-mediano plazo además de los consabidos mayores gastos futuros producto de los pasivos contingentes que la mayor cantidad de aportantes actuales generará.

Cuando se analizan estos efectos de corto plazo, se determinan tres aristas fundamentales:

Una primer arista contemplada es el efecto que la libre movilidad entre ambos sistemas previsionales (Reparto-Privado) generará. Al contemplar la normativa dictada para reglamentar la Ley 26.222 por medio del Decreto 313/2007 queda claro que, si bien la opción para retornar del régimen privado al público es factible de realizarse durante el período contemplado entre el 12/04/07 y 31/12/07, período de ventana, los fondos no comenzarán a fluir hacia el Estado hasta el 01/01/08, con lo cual este factor no generará efectos sobre los ingresos base caja del año en curso.

El segundo factor a contemplarse es el relacionado a la modificación en cuanto a la asignación de las nuevas incorporaciones al mercado laboral. Dado que el nivel de opción por régimen jubilatorio hasta la actualidad ha sido considerablemente bajo (30%) la asignación de los indecisos al régimen de reparto es una variable importante en cuanto al total de población que pertenecerá a cada sistema en el futuro. Así, los indecisos que pasarán al sistema de reparto serán aquellos que se registren en fecha posterior al 02/04/07 y durante los tres primeros meses de empleo no realicen su opción por un sistema o administradora en particular. De esta manera, se espera que las tasas de "no elección" se mantengan en torno a los valores observados en el pasado y suponiendo que continua el ritmo de incorporación de nuevos trabajadores al mercado laboral, puede proyectarse que una población en torno a las 350.000 personas sean incorporadas como mínimo al régimen de reparto. Esta proyección arroja un efecto ingreso base caja que alcanzaría los \$ 700 millones en 2007.

El tercer factor a contemplarse es el que surge producto del traspaso al régimen público de reparto (salvo enunciación explícita en contrario) de la población total de agentes masculinos mayores de 55 años y femeninos mayores de 50 años de edad cuyas cuentas de capitalización han acumulado activos por valor inferior a los \$ 20.000. Estos fondos, que según estimaciones previas se encontrarían entre los \$1.000 y \$1.200 millones ingresarían en las cajas del tesoro nacional a partir del mes de julio (aunque la legislación establece que debería ser a partir de abril) como ingresos corrientes. El total de personas existentes en el sistema privado de jubilación y que presenta este nivel de activos alcanzaría las 1.200.000 personas con lo cual en torno a este número podría ser el número máximo de traspasos por esta causa. Vale aclarar que el número de activos contemplado en el traspaso corresponde solo al stock acumulado y no al efecto del flujo futuro de ingresos derivado de esta nueva población adherida al régimen de reparto.

De esta forma, el crecimiento de la recaudación derivado de las modificaciones en el sistema jubilatorio se encontraría en torno a los \$ 1.700 – 2.000 millones durante 2007.

## La reforma previsional asegura que continúe la tendencia creciente de la recaudación tributaria

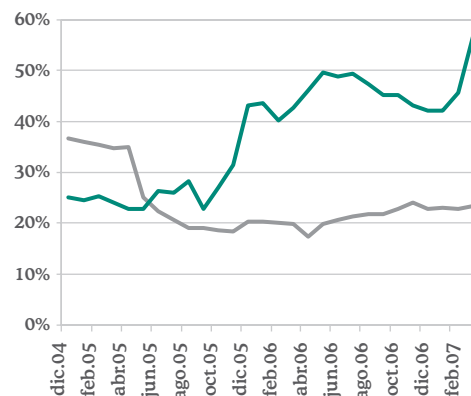
La recaudación tributaria muestra una tendencia creciente en el primer trimestre del año 2007 aumentando 30,4% con respecto a igual periodo del año anterior. Las contribuciones a la Seguridad Social se destacan creciendo a tasas superiores al 50% apoyadas en el crecimiento de los salarios, del empleo formal y nuevos aportantes incorporados por la moratoria previsional tal como se observa en el Gráfico 3.

La recaudación en Seguridad Social debería seguir aumentando a mediano plazo por los ingresos extras provenientes de la reforma previsional mencionada en el punto anterior, y también, si los 2 primeros factores siguen incidiendo por mejoras en la actividad económica.

Con respecto a los impuestos propiamente dichos, IVA es el que más fuerte viene creciendo (un 27% en el primer trimestre) y el que más podría aumentar en términos del PIB este año y compensar la estabilidad que seguiría mostrando el resto de los impuestos, en todos los casos, si se mantiene la actual coyuntura doméstica e internacional.

**Gráfico 3.**  
**Crecimiento anual de la recaudación tributaria**

promedios móviles 12 meses



■ Contribuciones a la Seguridad Social

■ Resto de Impuestos

Fuente: BBVA Banco Francés - Servicio de Estudios Económicos en base a datos de Ministerio de Economía



Tabla 3.  
Recaudación Tributaria y PIB

	2004	2005	2006	estim. 2007
	% del PIB			
Total Recaudación	22,0%	22,4%	22,9%	24,1%
IVA neto	6,9%	6,9%	7,2%	7,5%
Ganancias	5,0%	5,3%	5,1%	5,0%
Seguridad social	2,8%	3,1%	3,6%	4,8%
Comercio exterior	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Débitos y Créditos	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%
Resto impuestos	2,5%	2,3%	2,2%	2,0%

Fuente: BBVA en base a información del MECON.

Tabla 4.  
Desagregación gasto primario

	Año 2006		1er Bimestre 2007	
	Mill \$	var. % a/a	Mill \$	var. % acum. 1/
Gasto Primario	95.899	28,6%	19.078	40,8%
Remuneraciones	14.325	26,0%	2.789	28,3%
Prestaciones a la seguridad social	32.190	29,3%	6.886	64,4%
Transferencias a provincias 1/	6.655	2,4%	862	-8,8%
Transferencias al sector privado	17.959	20,2%	3.694	26,6%
Otros gastos corrientes	9.376	18,8%	2.046	48,1%
Gastos de capital 1/	15.394	71,8%	2.800	44,6%

1/ Excluye transferencias por Coparticipación y Leyes Especiales.  
Fuente: BBVA en base a información del MECON.

Tabla 5.  
Resultado Fiscal SPNF 1/

en mill. de pesos	observado	estimado	var. %	
	2006	2007	2006	2007
Ingresos (en % del PIB)	119.070 18,2%	151.493 19,2%	26,4%	27,2%
Gasto primario (en % del PIB)	95.899 14,7%	127.796 16,2%	28,6%	33,3%
Resultado primario en % del PIB	23.171 3,5%	23.697 3,0%	17,8%	2,3%

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

Para todo el año 2007 estamos proyectando un aumento nominal de la recaudación tributaria del 27%, lo cual representa un aumento de más de 1 punto del PIB con respecto a 2006, casi exclusivamente por ganancias en las Contribuciones a la Seguridad social.

### Gasto Primario: el gasto en jubilaciones se recompone pero amenaza desequilibrar el resultado primario

Antes de analizar el gasto primario hay que aclarar que la Secretaría de Hacienda hizo una modificación a partir del año 2007 en la presentación de las cifras de gastos e ingresos del Sector Público no Financiero excluyendo de ambos rubros las transferencias automáticas a provincias en concepto de Coparticipación y Leyes Especiales. Por lo tanto, intentamos compatibilizar los datos de años anteriores con esta nueva metodología a fines comparativos. Si bien el resultado primario y financiero no se ven alterados, se pierde en este análisis la evolución de la mayoría de las transferencias que realiza la Nación a las provincias.

Lo primero que se advierte es una aceleración del gasto primario en el primer bimestre del año 2007 (última información conocida a la fecha). Las prestaciones a la Seguridad Social, como se observa en la Tabla 4, aumentan un 64% con respecto a igual período del año anterior. Esto se debe principalmente al aumento de los haberes de todo nivel a partir del año 2007 (13%) y a la incorporación de nuevos beneficiarios como consecuencia de la moratoria previsional (alrededor 1 millón de nuevos beneficiarios hasta la fecha). Estimamos que en el curso de este año las Prestaciones a la Seguridad Social recuperarán su participación, en torno a los 6 puntos del PIB, disminuida en forma permanente luego de la devaluación del 2002.

El segundo punto que se destaca es que los gastos de capital parecen perder el protagonismo que tuvieron en el total del gasto primario durante el año 2006. El mayor incremento del gasto del bimestre también se debería a la ejecución de gastos que corresponderían al devengado de fin del año anterior.

### El resultado primario se reduciría a 3 puntos del PIB en el 2007

El gasto primario cerrará el año creciendo a tasas más altas que los ingresos con lo que el resultado primario se reduciría de 3,5 puntos del PIB en el 2006 a 3 puntos en 2007 (ver Tabla 5). Si bien no esperamos que el gasto primario cierre el año creciendo a las tasas del primer bimestre, resulta claro que los últimos ajustes tienden a permanecer en el tiempo e imponen un nuevo nivel al gasto dada su inflexibilidad nominal hacia la baja.

Además del aumento en las Prestaciones a la Seguridad Social, los posibles riesgos de este año están vinculados a las Administraciones Provinciales dado que en el agregado dejarán de acumular superávit y necesitarán probablemente de la asistencia financiera de la Nación. En particular la provincia de Buenos Aires (el 27% del total de ingresos y gastos del consolidado de provincias) ya está emitiendo deuda en los mercados para cubrir su déficit financiero. Un dato evidente es que este año se terminarían de agotar los beneficios fiscales que recibieron las provincias luego de la devaluación del peso y reestructuración de sus deudas iniciadas en el 2002.

Otro riesgo es que sigan aumentando los subsidios que otorga el Estado vinculados con distintos sectores, por ejemplo el sector energético, o los otorgados a diversos sectores para mantener la política de precios administrados, más aún en un año electoral.

Si bien la tendencia actual de ingresos y gastos es hacia un deterioro mayor (actualmente hay una brecha de 10 puntos entre el crecimiento de gastos e ingresos mientras que proyectamos que la brecha se reduzca a 6 puntos), creemos que el Gobierno no correrá el riesgo que el superávit primario se deteriore mucho más allá de esa cifra y tomará medidas en consecuencia, siendo que pondera la solvencia fiscal como uno de los pilares de su actual política económica.

### Necesidades financieras del año: el panorama luce despejado

En los grandes números las cifras indican que el Gobierno no afrontará problemas en cuanto a las necesidades financieras este año y es muy probable que tampoco el próximo.

El total de vencimientos entre amortizaciones e intereses ronda los U\$S 13.000 millones el presente año excluyendo los adelantos del BCRA y otras letras emitidas a entes oficiales que en general se refinancian. Calculamos que se debería re-financiar alrededor de un 66% de las amortizaciones del principal de la deuda este año, lo que asciende a U\$S 5.500 millones. El gobierno ya colocó en el mercado hasta la fecha la mitad de esa cifra U\$S 2.419 millones (en valor efectivo) y la magnitud de las ofertas en las licitaciones hace suponer que no debería tener problemas para obtener el resto para cerrar el año. Otra posible fuente financiera en caso que se decidiese a no exponerse al mercado de capitales son los adelantos del BCRA, a los que el Gobierno casi no acudió en forma neta en el curso del 2006/2007. El crecimiento de la expansión monetaria del período amplió considerablemente en el margen los límites para endeudarse con el Banco Central.

Más allá del 2008 el tema de las necesidades financieras podría ser más preocupante tanto por el peso que puede llegar a tener el cupón del PBI emitido conjuntamente con la deuda reestructurada, como porque se incrementan los vencimientos de capital, principalmente los préstamos garantizados cuyo grueso comienza a vencer durante el 2009. Con nuestras proyecciones de crecimiento del PIB e inflación para este año el pago del cupón del PIB (efectivizado en el 2008 al año siguiente), duplicaría los cargos por intereses del Par y Discount (ver Tabla 6).

### Los términos del Intercambio seguirán siendo favorables para Argentina

Los términos de intercambio superaron, en el 2006, un 39% a los mínimos de 1986 y se encuentran un 7% por encima del máximo anterior, en 1996. El Índice de los Términos de Intercambio (ITI) creció 5,8% en el 2006, gracias al fuerte aumento que registraron los precios de exportación (8,1%) y un menor crecimiento de los precios de los bienes importados (2,2%).

El crecimiento de los precios de exportación (ver Gráfico 4) estuvo sustentado por el fuerte aumento del precio de los combustibles (petróleo, básicamente) y productos primarios que resultaron favorecidos por la elevada demanda internacional de los granos. Los combustibles representaron en el año 2006 un 16% del monto exportado, mientras que los productos primarios alcanzaron una participación del orden del 19%.

Del lado de los precios de importación, se comportaron en forma bastante homogénea casi todos los rubros a excepción de los bienes de capital que mostraron caída por segundo año consecutivo. Aunque de poco peso en términos de volumen importado, siguiendo el patrón de los precios internacionales, los combustibles y lubricantes mostraron un fuerte aumento.

Nuestros pronósticos para el año 2007 dan cuenta de una desaceleración del crecimiento de los términos de intercambio, ya que sólo registrarían una suba del 1% respecto del nivel observado el año anterior. Este resultado es la consecuencia de un menor crecimiento de los precios de las exportaciones previsto para el 2007 ya que los precios de las importaciones se mantendrían relativamente estables evolucionando conforme a la inflación internacional.

En lo que respecta a los precios de exportación, nuestra estimación se basa en la proyección activa de una muestra representativa, básicamente primarios y MOA, que representan alrededor del 40% del total exportado por Argentina durante 2006.

Los principales granos y manufacturas de origen agropecuarios seguirían mostrando en promedio significativos aumentos en los precios durante el año 2007. La creciente demanda internacional de alimentos y de granos par usos alternativos (biocombustibles) presiona al alza los precios, en particular del maíz (23%) y en menor medida de la soja (13%).

Sin embargo, dos productos que pesan en nuestras exportaciones poco menos del 10%, esto es cobre y petróleo, registrarían significativas bajas en sus cotizaciones. En el caso del petróleo, la previsión del grupo BBVA se sustenta en que no se llegará a un conflicto de mayor envergadura con Irán y que las diferencias de este país con Estados Unidos podrán solucionarse o por lo menos mantenerse en las actuales condiciones. Si se verifica este escenario, la caída del precio internacional del petróleo (-13,3%) conjuntamente con la esperada para el cobre (-10%) llevaría a que los precios de exportación para Argentina crezcan poco menos de un 4%.

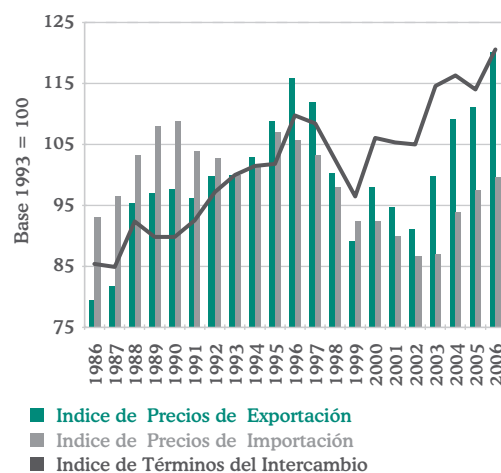
Así solo contaríamos durante este año con un crecimiento de los Términos de Intercambio del orden del 1%, poco crecimiento, pero continuarían en niveles históricos récord.

Tabla 6.  
Vencimientos de deuda reestructurada

	millones de dólares	
	Intereses Par y Discount	Cupón PBI estimado
2006	621	381
2007	649	802
2008	649	1.268

Fuente: estimación BBVA en base a información del MECON.

Gráfico 4.  
Precios del Comercio Exterior



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

Tabla 7.  
Precios de Exportaciones

Años	Nivel General	Productos			
		Primarios	MOA	MOI	Combustibles
2005	111,1	98,7	91,4	107,8	270,9
2006	120,1	109,9	98,6	115,2	326,3
Var. %	8,1%	11,3%	7,9%	6,9%	20,5%

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

Tabla 8.  
Precios de Importaciones

Año	Nivel General	Bienes de Capital	Bienes Intermedios	Combustibles y Lubricantes	Piezas y Acc. p/Bs de Capital	Bienes de Consumo
2006	99,6	78,4	115,7	275,9	93,5	98
Var. %	2,2%	-2,5%	6,9%	20,0%	2,6%	2,6%

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

**Tabla 9.**  
**Evolución de las Cantidades de Exportaciones e Importaciones**  
Variaciones Interanuales

Período	Exportaciones		Importaciones	
	Promedios móviles		Promedios móviles	
	12 x 12	3 x 3	12 x 12	3 x 3
I trim '05	9,7%	17,7%	37,0%	18,8%
II trim	14,9%	16,7%	33,1%	33,0%
III trim	16,4%	14,5%	26,4%	20,4%
IV trim	14,0%	7,9%	23,0%	20,1%
I trim '06	11,5%	6,6%	23,2%	20,4%
II trim	7,9%	3,5%	16,4%	6,6%
III trim	5,7%	5,4%	16,9%	21,6%
IV trim	7,4%	14,5%	16,5%	18,0%
I trim '07	6,1%	1,0%	17,3%	23,0%

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

**Tabla 10.**  
**Evolución de los Valores de Exportaciones e Importaciones**  
Variaciones Interanuales

Período	Exportaciones		Importaciones	
	Promedios móviles		Promedios móviles	
	12 x 12	3 x 3	12 x 12	3 x 3
I trim '05	17,2%	14,5%	48,5%	28,0%
II trim	16,8%	14,1%	42,5%	38,3%
III trim	17,7%	21,8%	33,3%	23,5%
IV trim	16,8%	16,4%	27,8%	22,7%
I trim '06	17,4%	17,3%	26,7%	23,6%
II trim	16,5%	11,6%	19,0%	8,6%
III trim	13,7%	10,7%	19,6%	25,0%
IV trim	15,1%	21,7%	19,0%	20,1%
I trim '07	13,7%	10,8%	19,4%	24,2%

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

**Tabla 11.**  
**Balanza Comercial**

Variables	millones de u\$s		
	2005	2006	2007 (est)
Exportaciones	40352,0	46459,0	52000,0
Importaciones	28688,8	34154,0	41200,0
Saldo Comercial	11663,2	12305,0	10800,0

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

## La Balanza Comercial seguirá arrojando un superávit considerable

Los datos difundidos de la balanza comercial en el primer trimestre del año despertaron alarma a raíz del magro resultado que arrojó. El saldo que alcanzó a u\$s 1.817 millones fue claramente inferior al registrado en igual período del año pasado (u\$s 2.536 millones) y a ello contribuyeron tanto exportaciones más debilitadas como importaciones más altas.

Sin embargo, una mirada más atenta a los números permite matizar las conclusiones. Para ello confeccionamos los siguientes tablas donde se exponen las tasas de variación interanual de los promedios móviles de las exportaciones e importaciones en los últimos 12 y 3 meses, primero en cantidades y luego en valores (ver Tablas 9 y 10).

Es cierto que las cantidades exportadas reflejan en los últimos tres meses un significativo freno (el crecimiento es de sólo el 1,0%). Sin embargo, esto es consecuencia de la alta volatilidad que presentan en períodos cortos de tiempo, afectadas por la magnitud de las cosechas obtenidas, el efecto provocado por las restricciones de la política oficial sobre las colocaciones de carne vacuna con el fin de atender el mercado interno e incluso el ocasional impacto que provoca que este año no se haya repetido una importante colocación de soja fuera de temporada que sí se realizó el año pasado. Las tasas de crecimiento de las cantidades exportadas en los últimos doce meses siguen ubicándose en un rango que oscila entre el 6,0 y el 8,0% anual.

En cuanto a las importaciones se observa en el último período una aceleración en el ritmo de crecimiento pero todavía no hace que el rango de variación en el largo plazo se ubique por fuera del 16,0/17,0% anual.

Cuando el análisis lo hacemos sobre los valores de las exportaciones e importaciones, se puede observar que la ralentización del crecimiento en las cantidades exportadas es parcialmente compensada por un comportamiento muy positivo en los precios de los principales productos de exportación. Así, para el último período su tasa de crecimiento se ubica en el 10,8%, mientras que si consideramos la de mayor plazo (últimos doce meses) se ubica en un rango del 13,0/15,0% anual.

Con respecto a las importaciones el análisis efectuado para las cantidades vale también si observamos los valores, puesto que la evolución de los precios internacionales no ha afectado mayormente su evolución y sólo le agrega algunos puntos más de crecimiento.

De lo anterior concluimos que es prematuro cambiar nuestra previsión de un superávit comercial de U\$S 10.800 millones para 2007 (ver Tabla 11). Con relación a las exportaciones, si bien nuestro escenario se basa en un crecimiento de las cantidades algo superior al 7,5% y de precios del 3,5% anual (como se comentara más arriba en Términos del Intercambio), es posible que el resultado final se consiga con algo menos de cantidades y más de precios. No obstante, es preciso sostener que nuestras previsiones en las cantidades exportadas se basan en la muy buena campaña sojera que se espera y que impulsará tanto las colocaciones de Productos Primarios como las Manufacturas de Origen Agropecuario, mientras creemos que las Manufacturas de Origen Industrial seguirán manteniendo igual ritmo de expansión que la exhibida hasta el momento (20% interanual).

Por el lado de las importaciones, las mismas se basan en un crecimiento de las cantidades del orden del 18,0% anual producto de un crecimiento del PIB estimado en 7,9% y una elasticidad Importaciones/PIB de alrededor de 2,3. En tanto como los precios internacionales lo ubicamos con una mejora de algo más del 2,0% anual con lo cual el crecimiento en valores de las importaciones se ubica en el 20,6%.

Como mencionáramos antes, el nivel de las importaciones en cantidades ha venido creciendo algo por encima del nivel proyectado y de haber un signo optimista en nuestras previsiones creemos podría vincularse con una elasticidad Importaciones/PIB ligeramente superior a la estimada en consonancia con una demanda interna creciente. En este caso, los valores involucrados no superarían los mil millones de dólares adicionales en las importaciones y consecuentemente el saldo comercial podría verse reducido a algo menos de los 10 mil millones de dólares.

## Entorno a Precios y Precios Relativos

### Buscando un ancla de precios

Las expectativas de inflación constituyen un elemento clave en la determinación de la tasa de inflación efectivamente observada (ver nuestros estudios de Curva de Phillips – Situación Argentina N° 8). Recientemente, la disparidad entre los distintos índices de inflación, en particular, IPC, deflactor del PIB y deflactor del IVA, ha llevado a un creciente debate sobre cuál es la verdadera tendencia de la inflación en Argentina. Esta discusión es relevante ya que los consumidores pueden estar formando sus expectativas de inflación en base a valores más elevados que los que muestran los índices oficiales de inflación minorista, lo cual a su vez tendrá impacto sobre la inflación futura.

En primer lugar, las divergencias entre los distintos índices tienen origen en que reflejan **distintas canastas** de bienes y servicios: mientras en el IPC se registran algunos bienes y servicios (incluyendo importados) de la economía, el Índice de Precios Implícitos del PIB (IPI) contienen a la totalidad de los bienes y servicios que se transan en la economía doméstica. Por otra parte, las ponderaciones de las aperturas del IPC no necesariamente se mantienen en el IPI. Además, mientras que el IPC se calcula para Capital Federal y Gran Buenos Aires, el IPI obtiene una cobertura nacional, pudiendo generarse una divergencia si hay un diferente comportamiento de precios por cuestiones geográficas. A su vez, la recaudación de IVA refleja las ventas a nivel nacional tanto de bienes de consumo como de inversión (incluyendo importados) con lo cual debería asemejarse más al deflactor del PIB que al IPC.

Adicionalmente, las **medidas de política** adoptadas por el gobierno generan diferencias entre las distintas medidas de inflación. Por ejemplo, los subsidios otorgados a los productores de trigo y maíz producen una brecha significativa entre el precio pagado por el consumidor doméstico (reflejado en el IPC) y el precio de paridad de exportación (reflejado en el IPI de acuerdo a la ponderación de las exportaciones en el producto). Las limitaciones a las exportaciones de carne y más recientemente a las exportaciones de trigo y maíz también introducen distorsiones entre los precios internacionales y los precios internos que se vuelcan en comportamientos divergentes de los índices de precios.

En tercer lugar, los **cambios metodológicos** que realizó el INDEC en enero y febrero de 2007 en el cómputo del IPC introducen otro factor de disparidad entre los índices. La consideración de los planes de prepagas de salud sin copagos como una nueva variedad y la utilización de los acuerdos con cámaras hoteleras para el cómputo de los precios de turismo hacen que el incremento del IPC no refleje el promedio de lo que los consumidores pagaron por estos servicios, que debería estar más correctamente reflejado en el IPI.

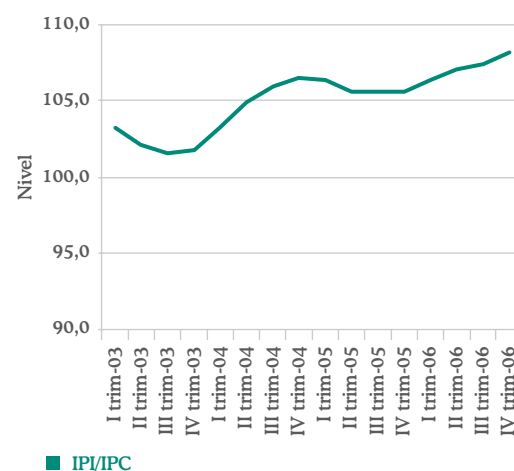
### El deflactor del PIB registra mayor inflación

A partir del primer trimestre de 2003, la variación de los precios implícitos del PIB superó en tendencia a la variación de precios minoristas. Esta tendencia se acentuó a partir de principios del 2006 como lo muestra el empinamiento de la curva IPI/IPC (ver Gráfico 1).

Las diferencias de canastas entre el deflactor del PIB y el IPC pueden explicar parte de esta divergencia. Los sectores de Construcción, Actividades Inmobiliarias y Administración Pública y Defensa que, salvo una parte de actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, no se encuentran comprendidos dentro del IPC incrementaron sus precios entorno al 20%, bien por encima del índice minorista.

Considerando que el PIB mostró una suba de precios implícitos de 12,7% en el cuarto trimestre de 2006, y deduciendo la incidencia de los aumentos de precios de los sectores mencionados, el IPI habría crecido 11,1% en una canasta más representativa del IPC. De todos modos, presenta una diferencia de 1,3 pp respecto al valor observado en el IPC, que fue de 9,8% (véase Cuadro 1). Parte de esta diferencia puede estar relacionada con el hecho de que los precios de algunos bienes y servicios (por ejemplo energía eléctrica y gas para hogares residenciales) se encuentran regulados en el IPC, mientras que en el índice de precios implícitos se encuentran tanto los residenciales como los industriales que sí registraron aumentos.

Gráfico 1.  
Relación IPI/IPC (promedios móviles)  
base: 1er trimestre 2003=100



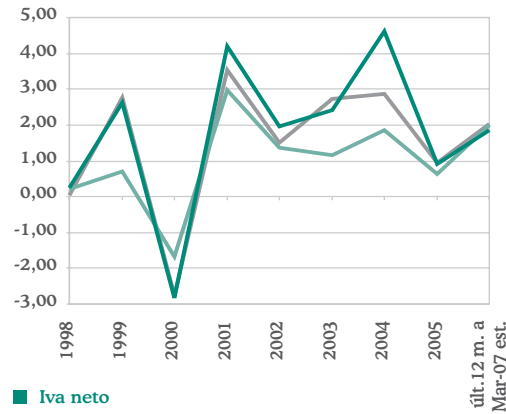
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA en base a datos del Indec

Cuadro 1.

Variación de Precios Implícitos	2006/2005 (IV trim.)
IPI	12,7%
IPI «limpio» de sectores seleccionados	11,1%
IPC	9,8%
Diferencia IPI «limpio» - IPC	1,3%

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA - Banco Francés

**Gráfico 2.**  
**Elasticidad IVA a PIB**  
var. % IVA nominal / var. % PIB nominal



■ Iva neto  
■ Iva bruto  
■ IVA DGI  
Fuente: Datos en base a Indec, Dir.Nac.CC.NN y AFIP

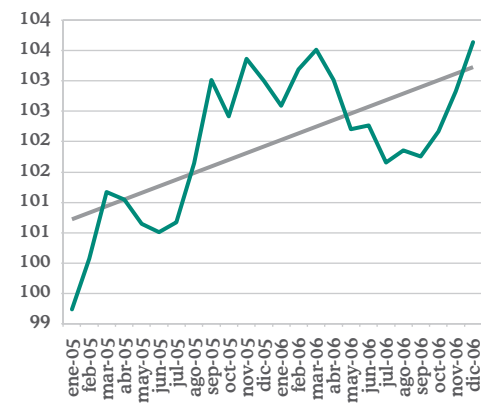
**Cuadro 2.**

Concepto 1/	Var. (%) 2006
IPC	10,9%
Deflactor del PIB	13,5%
IVA Ajustado 2/	17,8%

Fuente: Datos en base a Indec, Dir.Nac.CC.NN y AFIP  
1/ Las variables estan medidas en promedios anuales  
2/ Por crecimiento del PIB y elasticidad IVA/PIB=1,25

**Gráfico 3.**  
**Alimentos y Bebidas**  
**(relativo al IPC)**

base dic.04 = 100



■ Alimentos y Bebidas (rel. IPC)  
■ Tendencia (lineal)  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA en base a datos del Indec

**Gráfico 4.**  
**Apertura seleccionada del IPC**



■ Alimentos y Bebidas de Consumo en el Hogar  
■ Alimentos y Bebidas Consumidos Fuera del Hogar  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA en base a datos del Indec

El análisis anterior muestra que la diferencia ente el IPC observado y el IPI que surge de “limpiar” del IPI de algunos componentes que no forman parte del IPC y crecieron por encima de éste, es inferior a 2 puntos porcentuales.

**La recaudación del IVA muestra un mayor dinamismo que los precios al consumidor**

El excelente desempeño de la recaudación tributaria se apoya en un importante aumento del IVA que se aproxima al 30% anual en los últimos 12 meses a marzo 2007. El incremento en los ingresos por IVA refleja un mayor nivel de ventas en el agregado de la economía, producto tanto de mayor actividad como de mayores precios. Sin embargo, tampoco debe ignorarse que los ingresos fiscales pueden mejorar por mayor eficiencia en la recolección de impuestos y caída en las tasas de evasión. Teniendo en cuenta una elasticidad recaudación IVA a PIB de 1,25, similar a la de 2006, y descontando el incremento de actividad de 8,5%, la inflación medida por este indicador ascendería a 17,5% para el promedio del 2006.

En resumen, diversas medidas de inflación arrojan valores superiores a los computados por el IPC para 2006, lo cual origina un sesgo al alza de las expectativas de inflación con independencia del resultado que arroje el IPC.

**Los alimentos también registran mayor inflación**

Durante los dos últimos años el capítulo de Alimentos y Bebidas mostró una variación de precios superior a la observada en el nivel general del IPC. Mientras este último acumuló una suba de 23,4%, Alimentos y bebidas se incrementó en 27,9%, mostrando una clara tendencia alcista en términos relativos (ver Gráfico 3). Como veremos, dos factores han contribuido para explicar esta diferencia en la aceleración de precios respecto al índice general. Por un lado, la evolución de los precios internacionales de los productos transables que integran la canasta; y por otra parte, los incrementos de precios observados en las aperturas de Alimentos y Bebidas vinculadas mayormente a servicios (particularmente restaurantes y delivery).

**Los alimentos para consumir fuera del hogar lideran la suba**

El capítulo de Alimentos y Bebidas (que pondera el 31% del nivel general del IPC) se encuentra compuesto de tres grandes aperturas: los alimentos y bebidas para consumir en el hogar, las bebidas e infusiones para consumir en el hogar, y los alimentos y bebidas consumidos fuera del hogar.

Ahora bien, las dos primeras aperturas - vinculadas a consumos en el hogar – poseen una mayor cantidad de bienes transables en “estado puro” en comparación con los alimentos y bebidas consumidos fuera del hogar. En tal sentido, resulta interesante analizar la evolución de estos rubros distinguiendo entre las aperturas con mayores componentes transables (los productos consumidos en el hogar) y con mayores componentes no transables (los consumidos fuera del hogar)<sup>1</sup>. En el Gráfico 4 se presentan las ponderaciones internas de estas aperturas en el total del capítulo.

Adicionalmente incorporamos un índice – elaborado por el BCRA - que muestra la evolución de los precios internacionales de los principales productos agropecuarios exportados por Argentina.

Los precios de exportación (Cuadro 3) crecieron en el acumulado 2004/2006, 16,8%, por debajo del aumento que registraron los alimentos consumidos en el hogar. Por su parte, los alimentos y bebidas consumidos fuera del hogar mostraron un dinamismo mucho mayor, casi triplicando el incremento de los precios internacionales.

En principio, las diferencias en la aceleración de precios entre ambos tipos de productos son las esperables en cuanto a ajuste de precios relativos, puesto que luego de una fuerte devaluación, en la que los precios de los productos transables se incrementan de manera cuasi-instantánea a la nueva relación de precios internacionales establecida por el tipo de cambio, los productos no transables comienzan un proceso de ajuste de manera tardía, incrementando su valor relativo a partir del paso del tiempo.

<sup>1</sup> La distinción entre productos transables y no transables que se realiza en el presente trabajo se encuentra limitada por el grado de apertura seleccionado, pudiendo coexistir algunos productos no transables hacia dentro de la apertura transable (aunque con una incidencia por debajo del agregado transable).

Sin embargo, el caso particular de la Argentina post-devaluación ha sido bastante particular, puesto que los precios de los productos transables continuaron subiendo en los años subsiguientes debido a aumentos en los precios internacionales (factores externos, no controlables localmente), lo cual produjo que el ajuste entre transables y no transables ocurriese más lentamente.

En última instancia, los precios internacionales le están poniendo un "piso" a la inflación de alimentos y bebidas, y los productos no transables contribuyen a elevar ese piso en niveles acordes con su recuperación de precios relativos.

Otro motivo que influye en incrementar la inflación se vincula a la recuperación observada en los últimos años del salario real de los trabajadores, ya sean estos registrados o no registrados (con aumentos significativamente inferiores a los registrados). Este aumento en el poder adquisitivo de la masa asalariada ha contribuido en generar presiones de demanda, muchas de ellas resueltas vía precios.

## Menor presión de los commodities en 2007

Para el año 2007 nuestras proyecciones de precios internacionales son de un aumento moderado del 4%, la mitad del registrado en 2006. Esto impactará a favor de una disminución en el "piso" de la inflación en alimentos y bebidas. Recordando que los consumos en el hogar tienen una ponderación del 83% de alimentos y bebidas, la moderación en los precios internacionales puede tener un interesante impacto en la desaceleración de algunos precios.

¿Qué ha sucedido con carnes? La evolución seguida por carnes ha respondido fundamentalmente a un consumo creciente (tanto local como externo), que ha ejercido fuertes presiones sobre los precios. En este panorama, el Gobierno implementó medidas tendientes a disminuir e incluso retraer la suba de precios (incluyendo la prohibición de exportar cortes vacunos). Sin embargo, desde noviembre de 2006 se observa un nuevo incremento relativo de carnes respecto al nivel general del IPC, el cual se acompaña de una atenuación en las restricciones impulsadas por el gobierno en materia de carne vacuna.

## Los precios relativos aún ajustando

### Lenta apreciación del peso

El proceso de apreciación del peso luego de la devaluación del 2002 ha sido lento pero continuado, de modo que a fines de 2006 se acumulaba una apreciación de 28% sobre los deprimidos valores de 2002. Según nuestras estimaciones, a fines del 2007, el tipo de cambio real sería un 70% superior al de fines de 2001 (ver Cuadro 4).

Al observar el abultado excedente cambiario que arrojó el año 2006 y teniendo en cuenta que nuestras previsiones para este año dan cuenta de un superávit que por lo menos tendría un piso similar al valor observado durante todo el año pasado, esta situación tendría que provocar una natural apreciación del TCR. Los favorables términos de intercambio dados por los buenos precios de exportación repercuten positivamente sobre el saldo comercial, posibilitando un mayor excedente de divisas y reforzando la tendencia apreciadora del tipo de cambio.

Sin embargo, la política de intervención del BCRA en el mercado cambiario a los efectos de sostener el valor de la divisa ha impedido la corrección (apreciación) del peso en términos nominales, con lo cual la trayectoria hacia el equilibrio parece más lenta y se materializa a través de mayor inflación que nuestros socios comerciales.

## Deflactando el tipo de cambio por otros índices de precios

El tipo de cambio real es uno de los precios claves de la economía y refleja la relación entre los precios de los bienes transables y no transables. Tradicionalmente, el tipo de cambio nominal se deflacta por el diferencial entre la inflación minorista de los socios comerciales y la de Argentina. Por ejemplo, en el caso del tipo de cambio real bilateral, se computa el diferencial de inflación con EEUU. Dado que el TCR constituye una medida de competitividad, una mejor aproximación sería comparar el precio internacional de los bienes transables con los costos laborales locales. Dadas las dificultades de obtención de datos de salarios, en la práctica se utiliza el IPC como Proxy bajo el supuesto de que las remuneraciones evolucionan como el costo de vida.

Cuadro 3.

	Variaciones % contra dic. año anterior		
	2005	2006	Acumulado
Alimentos y Bebidas	15,7%	10,5%	27,9%
Alimentos y Bebidas de Consumo en el Hogar	14,4%	8,5%	24,1%
Alimentos y Bebidas Consumidos Fuera del Hogar	22,2%	20,0%	46,6%
Precios de Exportación Productos Agropecuarios (BCRA)	0,8%	15,9%	16,8%

Fuente: Servicio de Estudios - BBVA Banco Francés en base a INDEC y BCRA

Cuadro 4.

## Tipo de Cambio Real Bilateral ARG-USA

Año	Promedio		Fin año	Var. %	Var.% acum. Prom04
	anual	Var. %			
2001	1,00	-	1,00	-	
2002	2,53	152,8%	2,47	146,9%	
2003	2,13	-15,9%	2,10	-15,0%	
2004	2,09	-1,6%	2,08	-1,0%	
2005	1,97	-5,9%	1,95	-6,1%	-6,8%
2006	1,93	-2,3%	1,84	-5,7%	-12,1%
2007e	1,79	-6,8%	1,74	-5,3%	-16,7%

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA, elaboración propia en base a INDEC y BCRA

**Cuadro 5.**  
**El tipo de cambio real deflactado por distintos índices**

	TCRB con IPC	TCRB con IPI	TCRB con W priv. reg.	TCRB con W priv.
Base	1,00	1,00	1,00	1,00
IV '02	2,62	2,63	3,16	3,43
IV '03	2,09	2,07	2,26	2,53
IV '04	2,08	2,02	2,14	2,45
IV '05	1,95	1,89	1,79	2,14
I '06	1,95	1,84	1,78	2,13
II '06	1,93	1,77	1,72	2,08
III '06	1,92	1,82	1,65	2,00
IV '06	1,86	1,77	1,58	1,89

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA, elaboración propia en base a INDEC y BCRA

Sin embargo, en la etapa post-devaluación de Argentina, con precios relativos aún en proceso de ajuste, los resultados obtenidos difieren significativamente según el índice de precios que se utilice. En el cuadro siguiente, se ha calculado la trayectoria del TCR usando 4 deflactores distintos: IPC, el Índice de Precios Implícitos del PIB (IPI), el índice salarios del sector privado formal (w priv reg) y el índice de salarios promedio del total del sector privado, ponderando sueldos de formales e informales (w priv).

El peso se ve más depreciado si se utiliza el IPC o el total de los salarios privados como deflactor. Esto se debe a que en relación al 300% de devaluación nominal, los precios minoristas (donde ponderan significativamente los precios de sectores regulados o con acuerdos de precios) han avanzado poco. Lo mismo para el caso de los salarios privados donde la escasa mejora de las remuneraciones en los sectores informales determina una trayectoria de menor aumento del promedio salarial (ver Cuadro 5). En ambos casos, las mediciones parecen indicar que la moneda argentina se encuentra aún muy subvaluada y que deberían seguir apreciándose.

En cambio, si medimos la competitividad usando el promedio de precios de toda la economía (IPI), puede verse que el precio estaría un 5-6% más apreciado que en los casos anteriores. La medida que refleja la menor depreciación real del peso, sin embargo, es la que se obtiene utilizando los salarios del sector privado registrado como deflactor, la cual resulta muy relevante para los sectores exportadores que trabajan principalmente en el sector formal de la economía. De acuerdo a este indicador y teniendo en cuenta nuestras estimaciones de tipo de cambio real de equilibrio, el peso prácticamente no debería seguir apreciándose.

Sin embargo, estas mediciones no toman en cuenta la evolución que han tenido las monedas de los principales socios comerciales de Argentina. Varios de ellos, en particular Brasil y la UEM, han registrado una considerable apreciación nominal en los últimos años, lo cual ha repercutido favorablemente sobre la competitividad argentina. Así, nuestro índice de tipo de cambio real multilateral (ITCER), con base en diciembre 2001 alcanzó a diciembre 2006 un incremento del 125% (equivalente a 2,25 en la terminología del Cuadro 5). Este indicador estaría señalando, entonces, que en relación a los principales países con los cuales comercia, el peso argentino se encuentra sensiblemente infravalorado, manteniendo gran parte de la fuerte mejora de la competitividad alcanzada luego de la devaluación de 2002.

### Otras medidas del tipo de cambio real

Otro enfoque para observar el comportamiento del tipo de cambio real consiste en analizar la evolución de los precios mayoristas (IPIM) respecto a los minoristas, lo cual debería reflejar un comportamiento similar dado que los precios mayoristas se refieren en su mayoría a bienes transables mientras que los minoristas reflejan una mayor proporción de servicios y bienes no transables.

$$TCR = \frac{IPIM}{IPC}$$

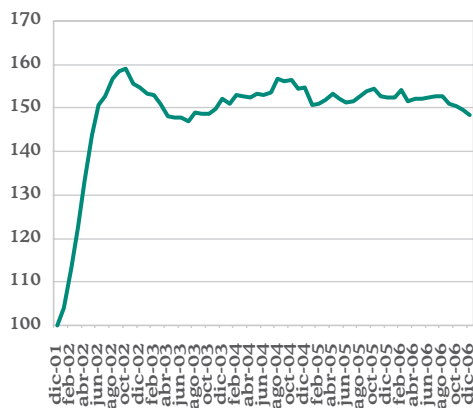
El Gráfico 5 muestra la evolución de este indicador, donde se observa una evolución similar en el primer período (aunque con una menor variación absoluta), pero luego de la devaluación no se advierte el ajuste de precios relativos esperado, sino oscilaciones que mantienen prácticamente constante el cociente de precios relativos.

¿Por qué no se observa el ajuste de precios relativos que conlleva la apreciación en el tipo de cambio real? Una primera respuesta a este interrogante consiste en recordar que tanto el IPIM como el IPC contienen algunos bienes y servicios transables y no transables, por tanto, habría que “limpiar” ambos índices para que reflejen únicamente los componentes transables (en el caso del IPIM) y no transables (en el caso del IPC).

En el caso del IPIM sólo se “limpió” de la energía eléctrica, diarios y revistas, y productos refinados del petróleo ya que la mayoría de los productos registrados por este índice se comercian en mercados internacionales.

**Gráfico 5.**  
**Tipo de Cambio Real Bilateral Según IPIM/IPC**

Base dic.01 = 100



■ TCR  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA, elaboración propia en base a INDEC

En el caso del IPC se quitaron la mayor parte de los componentes de alimentos y bebidas, cigarrillos, productos de belleza y limpieza, indumentaria, turismo y equipamiento del hogar, quedando dentro del IPC “no transable” principalmente los servicios de educación, salud, transporte y comunicaciones, alquileres y mantenimiento del hogar. Así, el nuevo índice “limpio” sólo registra un 53% de los rubros considerados en el IPC que pueden ser considerados estrictamente no comercializables.

Realizando esta distinción, podemos advertir en el Gráfico 6 que la situación sólo mejora marginalmente, sin mostrar una clara tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real.

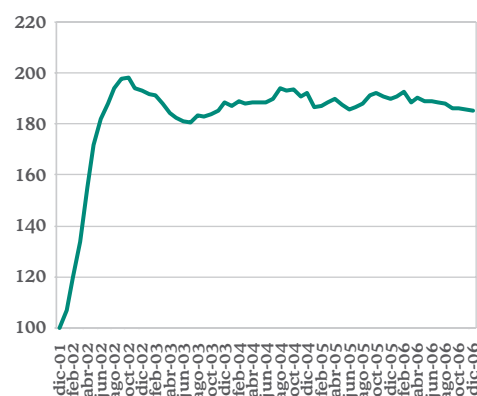
Esto nos lleva a reconsiderar los motivos que puedan estar influyendo, o “maquillando” el ajuste del tipo de cambio real. Principalmente hemos de recordar que muchos de los precios que componen el IPC se encuentran sujetos a regulaciones oficiales tendientes a contener precios en áreas sensibles. En tal sentido, sería de esperar, a priori, que dichos precios estén sesgando el comportamiento del IPC, impidiendo que algunos bienes y servicios no transables ajusten con un mayor dinamismo.

En busca de reflejar un IPC más limpio, hemos redefinido la versión no transable del IPC entre aquellos bienes y servicios que son regulados y aquellos de características “libres”. La distinción utilizada para definir los bienes y servicios regulados es la establecida por el Indec: combustibles para la vivienda, electricidad, agua y servicios sanitarios, transporte público de pasajeros, nafta, correo y teléfono.

La serie, presentada en el Gráfico 7, nos muestra en este caso que sí se está produciendo la apreciación del tipo de cambio real, al tener en cuenta la dinámica seguida por los precios mayoristas transables y los precios minoristas no transables que no se encuentran regulados.

La apreciación en el tipo de cambio real que se esperaría a partir de una fuerte devaluación como la ocurrida en Argentina, se está materializando. Sin embargo, existen factores que influyen en que el proceso se lleve a cabo de manera lenta. Uno de ellos consiste en que muchos de los bienes y servicios que deben presentar el ajuste de precios que conlleva a la apreciación real, se encuentran fuertemente regulados, impidiendo o retardando la realización del ajuste. Al distinguir entre los bienes y servicios libres de los regulados, se observa que la apreciación real, tal como lo supone la teoría económica y la experiencia práctica, muestra el comportamiento esperado.

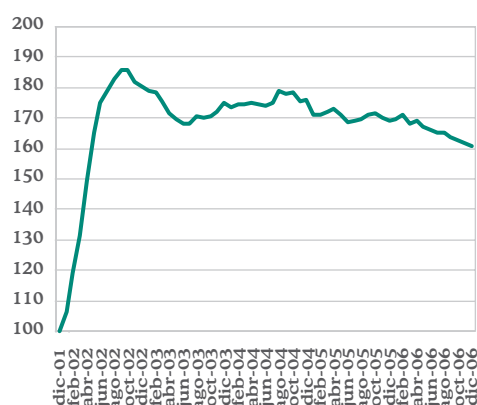
**Gráfico 6.**  
**Tipo de Cambio Real Bilateral**  
**Según IPIM transable/IPC no transable**  
Base dic.01 = 100



#### ■ TCR

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA, elaboración propia en base a INDEC

**Gráfico 7.**  
**Tipo de Cambio Real Bilateral**  
**Según IPIM transable/IPC no regulado**  
Base dic.01 = 100



#### ■ TCR

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA, elaboración propia en base a INDEC



## Artículo: El mercado laboral: tendencias en desempleo y salarios

### El empleo en perspectiva

En la presente nota analizamos primeramente la evolución del mercado de trabajo en el último año, comparando para ello los indicadores correspondientes al IV trimestre del 2005 y al IV trimestre del 2006. Extrayendo como un subproducto del análisis nuestra proyección de los niveles de ocupación y desempleo para el corriente año.

Seguidamente, nos ocupamos de la situación en los principales aglomerados urbanos relevados por la encuesta, donde se han registrado las principales mejoras, donde los retrocesos si los hubo y el nivel de los indicadores en los mismos con las últimas cifras disponibles.

Finalmente, nos proponemos sólo plantear que una vez logrado el objetivo de ubicar la Tasa de desocupación a nivel de un dígito se abre una nueva etapa en materia ocupacional donde se deberá prestar especial cuidado a la evolución de distintos indicadores que nos revelen ya no sólo el objetivo de bajar el número de desocupados sino también el más complicado de conseguir generar empleo de calidad.

### El mercado laboral en el 2006 y proyecciones

De acuerdo con el último sondeo del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) correspondiente al IV trimestre del 2006 la tasa de desocupación alcanzó el 8,7%, en la medición que incluye como ocupados a aquéllos beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar que realizan una contraprestación laboral.

Este resultado que permite retrotraer el nivel de desocupados a los niveles vigentes a fines de 1993 es un logro importante dentro del proceso de fuerte recuperación económica iniciado hacia mediados del año 2002.

Para que ello fuera posible se conjugaron tres factores relevantes: a) el lanzamiento del Plan Jefas/Jefes de Hogar hacia el año 2002 atento a la emergencia social cuando la tasa de desocupación se encontraba en niveles superiores al 20%; b) el fuerte proceso de recuperación económica que se registró desde entonces y; c) una elasticidad empleo/PIB que se ubicó en un rango medio si la comparamos con las prevalecientes en otros períodos de crecimiento económico.

Con respecto al primero de los factores debemos tener en cuenta que el programa comenzó a gestionarse a comienzos del 2002 y alcanzó al momento de mayor cantidad de beneficiarios a alrededor de 2,5 millones de personas con o sin contraprestación laboral. Con el fuerte proceso de recuperación económica iniciado desde mediados del 2002 se fueron reduciendo paulatinamente el número de beneficiarios ubicándose al momento en alrededor de un millón de personas.

Dentro de ese total al primer trimestre de 2003 de acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) realizada sobre 28 aglomerados urbanos unas 600 mil personas beneficiarias de los Planes realizaban una contraprestación laboral.

La disminución entre los beneficiarios que realizan una contraprestación laboral resultó algo más intensa ya que de acuerdo con los datos del IV trimestre del 2006 los beneficiarios que realizan una contraprestación laboral ascienden a alrededor de 160 mil personas.

De esta manera, la disminución en el número de beneficiarios que realizaban una contraprestación laboral alcanzó a más del 70%, mientras que si consideramos al total (incluyendo a los que no realizan contraprestación laboral alguna) la merma resultó del 60,0%.

En cuanto al segundo punto el fuerte proceso de expansión de la economía argentina iniciado hacia el II trimestre del 2002, le permitió acumular tomando como base al año 2002 hasta el 2006 un crecimiento del 40,5%. Ello aunado con una elasticidad Empleo/PIB del 0,59 para todo el período, que puede considerarse como promedio de los distintos ciclos de expansión de la economía argentina desde 1960, contribuyeron también en forma ponderada al resultado planteado más arriba.

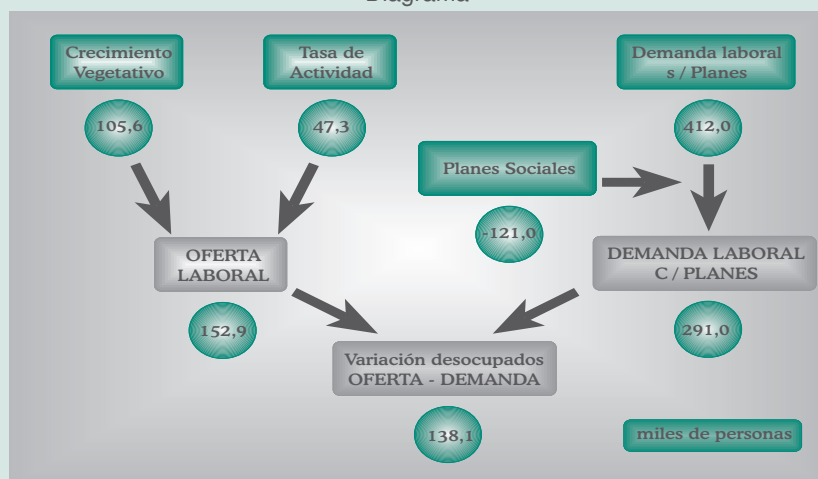
Para el cálculo de elasticidad Empleo/PIB hemos excluidos de la clasificación de ocupados a los beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar que realizan una contraprestación laboral, para de esta manera poder aislar claramente la capacidad de la economía de generar empleo sin intervenciones masivas del Gobierno como la motivada por la emergencia del año 2002.

Como puede observarse en el Cuadro 1, el empleo generado para el período 2002-2006 tuvo un crecimiento del 23,8% entre puntas.

Teniendo como marco de referencia lo anterior pasamos a analizar lo sucedido durante el 2006 en el mercado laboral, utilizando para tal fin la información correspondiente a los últimos trimestres de los años 2005 y 2006. Para que las cifras fueran comparables hemos reducido la cantidad de aglomerados urbanos a 28, extrayendo San Nicolás - Villa Constitución, Viedma - Carmen de Patagones y Rawson - Trelew de la última muestra.

Como puede observarse (ver Diagrama), lo sucedido en el mercado laboral entre el IV trimestre del 2005 y el IV trimestre del 2006.

Diagrama



La oferta laboral se expandió en el período en 152,9 miles de personas de las cuales correspondieron 105,6 mil al crecimiento vegetativo de la población y 47,3 mil a la mayor participación en el mercado de trabajo de la población bajo encuesta.

Por el lado de la demanda se puede apreciar que la Demanda laboral sin tener en consideración los Planes Jefas/Jefes de Hogar generó 412,0 mil empleos adicionales, lo que implica un crecimiento en el total de ocupados del 4,4% interanual. En el período se produjo una absorción de 121,0 mil planes Jefas/Jefes de Hogar, con lo cual el número de ocupados incluyendo a estos últimos presentó una variación de 291,0 mil personas (3,0% de incremento).

De la comparación de los crecimientos de la Oferta y la Demanda laboral surge que el número de desocupados descendió en 138,1 mil, con lo cual la tasa se ubicó en el 8,7% de la Población Económicamente Activa como se mencionara anteriormente (10,1% en igual trimestre del año pasado). En el caso de tomar en consideración a los beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar como desocupados pero buscando activamente trabajo la Tasa de desocupación se ubicaría en el 10,1% (12,7% en igual período del año anterior).

Para la proyección del año en curso (ver Cuadro 2), tomamos en consideración las tasas surgidas de la EPH y se la aplicamos al total de población lo cual también nos es de utilidad para tener una idea sobre el total de población que se encuentra con problemas de empleo. Los supuestos que adoptamos para confeccionar los números correspondientes al 2007 son los siguientes: a) la población crece a la tasa vegetativa de los últimos años (0,9% anual); b) la participa-

**Cuadro 1.**  
**Ciclos de expansión de la actividad económica**

Período	Crecimiento %		Elasticidad Empleo/PIB
	PIB	Empleo	
1960-1961	7,1%	5,6%	0,79
1963-1974	71,9%	13,8%	0,19
1976-1977	6,4%	6,2%	0,97
1978-1980	8,7%	3,9%	0,45
1982-1984	6,1%	3,4%	0,55
1985-1987	8,7%	7,0%	0,81
1990-1994	33,8%	7,5%	0,22
1995-1998	18,5%	10,9%	0,59
2002-2006	40,5%	23,8%	0,59

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de MAIA y Kweitel "Argentina: Sustainable Output growth after the collapse", Indec, Cuentas Nacionales y elaboración propia.

ción de trabajadores en el mercado laboral aumenta tendencialmente 0,2% año a; c) el crecimiento del PIB para el 2007 se ubica en el 7,9% y la elasticidad Empleo/PIB la ubicamos ligeramente por debajo de la vigente para el total del período (0,5) teniendo en consideración que a medida que descendemos en los niveles de desocupación nos encontramos con los núcleos más duros y de más difícil reinserción; d) asumimos que alrededor de 80,0 mil beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de Hogar son reinsertados como trabajadores.

**Cuadro 2.**  
**Proyección de la Situación laboral**

Concepto	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1. Población (miles hab)	37516	37870	38226	38592	38971	39356
2. Tasa de Actividad (%)	42,4	45,6	46,0	45,7	46,3	46,4
3. PEA (miles hab) (1 x 2)	15888	17283	17565	17649	18027	18246
4. Tasa de Empleo (%)	34,1	37,8	39,7	40,4	41,5	42,3
5. Empleo (miles hab) (1 x 4)	12774	14300	15175	15610	16192	16651
6. Tasa de Desocupación (%)	19,6	17,3	13,6	11,6	10,2	8,7
7. Desocupación (miles hab) (3 x 6)	3114	2984	2391	2039	1835	1595

Se aplican las tasas relevadas para los aglomerados urbanos por la Encuesta Permanente de Hogares al total de la población.  
Fuente: BBVA Banco Francés sobre información primaria de INDEC y elaboración propia.-

### La situación por regiones y principales aglomerados

Nos ocupamos ahora nuevamente de la evolución del mercado laboral entre el IV trimestre del 2005 y el IV trimestre último pero en este caso haciendo hincapié en las distintas regiones del país. Recordemos que los datos correspondientes al 2005 corresponden a 28 aglomerados urbanos mientras que los del 2006 ascienden a 31 (ver Cuadro 3).

En lo que hace a la Tasa de Actividad que a nivel agregado mostró una ligera variación, la misma se explica por una mayor participación de la población en los Aglomerados del Interior del País que alcanzó a todas las regiones con la excepción de la Noroeste que prácticamente mantuvo su participación.

En lo que hace a la Tasa de Empleo todas las regiones registraron incrementos destacándose los crecimientos en Patagónica, Cuyo y Noroeste.

Las bajas en el desempleo también se observaron en todas las regiones como consecuencia del crecimiento en la demanda y el relativo estancamiento de la oferta laboral. El Gran Buenos Aires constituye la región con mayor problema de desempleo mientras que la Patagónica es la que registra el menor nivel del mismo.

**Cuadro 3.**  
**Situación por Regiones - IV trimestre (%)**

Área geográfica		Tasas			
		Actividad	Empleo	Desempleo	Subempleo
Región Gran Buenos Aires	2006	48,3	43,6	9,8	12,2
	2005	48,3	42,9	11,0	12,3
Aglomerados del Interior	2006	43,5	40,4	7,3	9,1
	2005	43,2	39,3	8,9	9,3
Región Cuyo	2006	43,4	41,6	4,1	10,1
	2005	42,9	40,5	5,7	9,0
Región Noreste	2006	37,2	35,5	4,6	8,6
	2005	36,7	34,6	5,6	7,3
Región Noroeste	2006	41,8	38,0	9,0	11,1
	2005	41,9	37,6	10,2	10,5
Región Pampeana	2006	45,4	41,7	8,1	8,9
	2005	45,2	40,7	10,1	9,7
Región Patagónica	2006	45,5	42,6	6,4	4,9
	2005	43,5	40,6	6,6	4,6
TOTAL 31 Aglomerados	2006	46,1	42,1	8,7	10,8
	2005	45,9	41,3	10,1	11,0

A partir del III trimestre '06 los aglomerados urbanos relevados son 31.-  
Fuente: Encuesta Permanente de Hogares (EPH) elaborada por el Indec.-

Si la atención la enfocamos a la situación por aglomerado se debe tener presente que todavía quedan con un nivel de desempleo a dos dígitos Gran Catamarca (11,6%) y Salta (11,6%) en la región Noroeste, los Partidos del Conurbano bonaerense (10,9%) en la región del Gran Buenos Aires y Bahía Blanca-Cerri (10,3%) en la región Pampeana.

Las cifras siempre corresponden a la situación al IV trimestre del 2006 y si en el análisis consideramos aquéllos que registran una menor Tasa de desocupación merecen mencionarse Río Gallegos (1,2%) en la región Patagónica y San Luis-El Chorrillo (1,8%) en la región de Cuyo.

### Interrogantes a futuro

Logrado el objetivo de situar la tasa de desempleo a nivel de un dígito se abren interrogantes sobre las posibilidades de seguir reduciendo el nivel de desocupados, cuál es la tasa de desocupación estructural de la economía actual?

Además, si existe la posibilidad de seguir avanzando en la materia también, aparece en el horizonte la necesidad de implementar medidas para mejorar la calidad del trabajo generado, como de reducir el nivel de informalidad existente.

Con respecto a la posibilidad de seguir reduciendo la tasa de desempleo los siguientes Cuadro 4 y Cuadro 5, con información abierta sobre la desocupación por sexo, edad, nivel de educación en el primer caso, y sobre el porcentaje de desempleados clasificados por su tiempo de búsqueda de trabajo y el tiempo en que llevan desempleados nos pueden ser de suma utilidad.

La información presentada corresponde a la EPH continua para asegurar homogeneidad en la comparación y los valores presentados corresponden al IV trimestre de los años 2003, 2004 y 2005, último disponible al momento.

Nos interesa detenernos en la clasificación de los desocupados, recordemos que en estos valores los beneficiarios de los Planes Jefas/Jefes de hogar que realizan contraprestación laboral son considerados como ocupados, por nivel educativo. De ahí podemos observar que la tasa de desocupación entre los trabajadores con más alto nivel de calificación educativa se encuentra prácticamente a lo que podríamos aproximar a su nivel friccional.

Los sectores de menor nivel educativo registran las tasas de desempleo más elevadas lo que revela la necesidad de implementar políticas que contribuyan a calificar la mano de obra. A nivel gubernamental se han tomado medidas en este sentido con los centros de capacitación que se han abierto en distintas ciudades del país pero además de persistir en este camino es necesario también una acción más coordinada con el sector privado que permita capacitar a la mano de obra para las necesidades que la economía presente.

En línea con lo anterior puede verse en el segundo cuadro que existía hacia fines del 2005 alrededor de un 30% de los desocupados que no conseguían empleo cuando su búsqueda había superado incluso los seis meses, es aquí donde consideramos que podemos ver más la existencia de trabajadores con dificultades para acceder al mercado laboral.

Otro dato de interés es que los desocupados que declaran tener una experiencia laboral lejana (superior a los tres años) se ubican en el 10,1%, mientras que los sin experiencia laboral al 13,3%, lo que denota también que los desocupados que a priori podríamos considerar como menos calificados en relación a su experiencia laboral también rondan el 30% de los desocupados al IV trimestre del 2005.

Por lo anterior, es que sobre la discusión de si la tasa de desocupación estructural de la economía se ubica hoy por encima de la histórica, recordemos que en la década del '80 el nivel de desocupados promedió el 6,0%, nuestra opinión se inclina a pensar que si bien es posible que exista una tasa de desocupación más alta en la actual coyuntura, la misma sería transitoria y no permanente. Lo que sí debe hacerse hincapié como se dijo más arriba es en la necesidad de un mayor costo por trabajador ocupado de capacitación para hacer posible su incorporación, capacitación que deberá ser encarada tanto por el sector público como el privado, y que permitirá una calificación más adecuada de la mano de obra a las nuevas tecnologías vigentes en la actualidad.

Finalmente, y no porque revista menor importancia, un punto que no puede omitirse es la proporción de trabajadores que no realizan aportes a la seguridad social.

**Cuadro 4.**  
**Tasas de Desocupación (%)**

	IV trimestre		
	2003	2004	2005
<b>Total</b>	14,5	12,1	10,1
<b>Sexo</b>			
Varones	12,7	10,8	8,5
Mujeres	16,9	13,7	12,2
<b>Edad</b>			
Hasta 24 años	30,8	26,4	23,4
Entre 25 y 34 años	13,1	10,9	9,0
Entre 35 y 49 años	8,5	6,8	5,9
Entre 50 y 59 años	9,9	8,7	6,9
60 años y más	12,4	10,0	8,0
<b>Nivel educativo</b>			
Hasta secundario incompleto	16,0	13,9	11,9
De secundario hasta Ter inc.	16,0	12,6	10,8
Ter/univ completo	6,6	5,2	4,0

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de EPH (Indec) y Ministerio de Trabajo.-

**Cuadro 5.**  
**Porcentaje en el total de desocupados**

	IV trimestre		
	2003	2004	2005
<b>Intensidad (tiempo de búsqueda)</b>			
Menos de 1 mes	22,0	25,2	26,4
De 1 a 3 meses	26,4	26,4	28,6
Más de 3 a 6 meses	11,8	12,8	12,9
Más de 6 a 12 meses	13,9	13,1	10,9
Más de un año	25,9	22,5	21,3
<b>Tipo de desempleo</b>			
Con experiencia en los últimos 3 años	74,0	73,8	76,6
Con experiencia laboral anterior a los últimos 3 años	10,8	11,1	10,1
Sin experiencia laboral	15,2	15,1	13,3

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de EPH (Indec) y Ministerio de Trabajo.-

Si bien la tendencia observada es decreciente, en el segundo semestre del 2006 los asalariados sin aportes ascendían al 43,0% del total (en el primer semestre del 2004 eran el 48,5%) su proporción es muy elevada, revelando un grado de informalidad excesivamente alto y que obliga a las autoridades a un importante esfuerzo antievasión.

Este constituye a nuestro entender uno de los principales desafíos que se les presenta a las autoridades en materia laboral y que consideramos que mayores esfuerzos deberá requerir para lograr resultados que permitan ubicar los niveles de informalidad a los históricos.

## Perspectivas salariales: determinantes y posible evolución

### El salario y la productividad

Nos proponemos en primer término analizar la evolución de una serie de indicadores de productividad laboral conjuntamente con distintas medidas del salario real de distintas categorías ocupaciones durante el último ciclo expansivo 2003-2006.

Con respecto a las medidas de productividad, se presentan el volumen físico por trabajador ocupado y por hora ocupada, indicadores disponibles solamente para el Sector Industrial, y que utilizaremos como indicativas del comportamiento de la situación de los trabajadores registrados, así como también consideraremos al PIB por ocupado como variable proxy de las remuneraciones de los trabajadores no registrados y públicos.

Con relación a la evolución de los salarios reales presentaremos los valores correspondientes a los trabajadores privados registrados, no registrados y públicos, procedentes del Índice de Salarios que publica el Indec, conjuntamente con el Salario Medio Industrial, que al igual que las medidas de productividad surgen de la Encuesta Industrial elaborada por el mismo organismo (Cuadro 6).

La productividad laboral ha mostrado un comportamiento creciente durante el ciclo expansivo, más intenso en el sector industrial que en el conjunto de la economía. Se puede observar que los salarios privados registrados y más aún el industrial han tenido un comportamiento por encima del crecimiento medio anual de la productividad laboral durante el período bajo análisis.

Así mientras que el Salario Medio Industrial creció a un promedio anual del 13,0% durante el período de recuperación, la productividad por obrero ocupado de los trabajadores industriales lo hizo en un 5,3%. En lo que hace a los trabajadores informales la mejora experimentada durante el año pasado le permitió ahora ubicarse por encima del deprimido nivel que registrara durante el 2002 y mostrar un crecimiento promedio del 1,0% anual, mientras que la

**Cuadro 6.**  
**Evolución Indicadores de Productividad y Salarios Reales**  
Ciclo expansivo

Indicadores		2003	2004	2005	2006	Acumulado 2003-2006 Var % prom anual
<b>Productividad</b>						
Industria por Obrero Ocupado	Nivel	113,6	118,0	120,6	124,8	124,8
Base IV Trim '01 = 100	Var % anual	11,8%	3,8%	2,2%	3,5%	5,3%
Industria por Hora Trabajada	Nivel	106,6	108,3	111,1	116,1	116,1
Base IV Trim '01 = 100	Var % anual	5,1%	1,6%	2,5%	4,5%	3,4%
PIB / Ocupados \$ de 1993	Nivel	20.147	20.700	21.970	23.008	23.008
	Var % anual	-2,8%	2,7%	6,1%	4,7%	2,7%
<b>Salario real</b>						
Industrial	Nivel	86,3	104,7	115,3	130,5	130,5
Base IV Trim '01 = 100	Var % anual	7,7%	21,4%	10,1%	13,2%	13,0%
Privado registrado	Nivel	89,3	97,6	104,8	114,1	114,1
Base IV Trim '01 = 100	Var % anual	5,0%	9,2%	7,4%	8,9%	7,6%
Privado no registrado	Nivel	67,5	73,8	74,5	79,8	79,8
Base IV Trim '01 = 100	Var % anual	-12,0%	9,3%	1,0%	7,1%	1,0%
Público	Nivel	73,1	72,3	72,7	72,4	72,4
Base IV Trim '01 = 100	Var % anual	-8,3%	-1,1%	0,6%	-0,4%	-2,4%

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, Indec y elaboración propia.-

productividad medida por el ratio PIB/Ocupado lo hacía en el período en un 2,7%. Los trabajadores públicos muestran todavía un deterioro en sus remuneraciones reales con respecto al deprimido nivel del 2002, aunque cabe aclarar que este índice de salarios no refleja otras mejoras de remuneraciones que han tenido los empleados del sector público, como reclasificación de puestos, adicionales y premios.

### La mayor dinámica salarial

Una posible explicación a la mayor dinámica exhibida por el salario real frente a la productividad laboral reside en la paulatina convergencia, en algunas ramas de actividad, de la tasa de desocupación observada a su nivel friccional. Es decir, en la práctica al observar una desocupación en descenso se debería verificar una presión sobre los salarios reales como consecuencia de la escasez sobre distintas calificaciones laborales demandadas.

En el gráfico siguiente, se cuantifica la relación existente entre la baja en la tasa de desempleo y el aumento en el salario real ajustado por la productividad laboral, de modo de poder analizar el efecto que la baja de la tasa de desocupación tiene sobre el salario real con independencia de la productividad laboral.

Según la relación expuesta en el Gráfico 1, una baja de un punto porcentual sobre las actuales tasas de desempleo tiene un impacto de suba sobre el salario real (excluida la productividad laboral) del orden del 0,9% anual.

### Qué se puede esperar para el 2007?

Nuestra proyección de incremento en los salarios nominales para el corriente ejercicio se ubica, para el promedio de la economía, en torno al 15% interanual a diciembre reflejando la incidencia de tres factores:

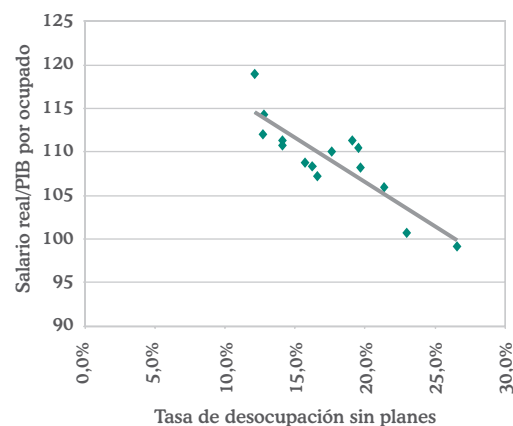
- i) un incremento en la productividad laboral del orden del 4,7% (PIB por ocupado en el 2006);
- ii) el impacto que sobre los salarios reales (1,2% anual) tiene nuestro escenario de baja de un 1,3% en la tasa de desempleo para el corriente año según la función especificada anteriormente;
- iii) un nivel de inflación minorista del 9,0% anual.

Al momento de escribirse este informe se conocen datos a febrero del corriente año arrojando en el acumulado desde diciembre una suba real del 1,0%, destacándose la performance de los trabajadores no registrados con un importante aumento en el primer bimestre del año.

Es interesante destacar que los últimos datos muestran (ver Cuadro 7), una desaceleración en la mejora de los salarios de los trabajadores privados registrados. Esta tendencia se verifica si comparamos su evolución en punta (febrero-febrero, 18,3%) frente al promedio de los últimos doce meses a febrero (20,3%), situación que es inversa en el caso de los trabajadores privados no registrados que muestran un mayor crecimiento en el margen (21,9% punta frente a 19,5% promedio).

A partir del mes de marzo comenzaron a desarrollarse más intensamente negociaciones salariales en paritarias, situación que se extenderá hasta mediados de año. Hasta el momento los aumentos acordados se ubicaron en una banda del 14,0%-16,5% anual, con subas de una vez o escalonadas, en línea con nuestras estimaciones anuales, sin embargo, algunos convenios incluirían subas no remunerativas, cambios de categorías y reconocimiento por antigüedad, todo lo cual podría elevar el aumento salarial por encima del rango comentado.

Gráfico 1.



Fuente: Servicio de Estudios de BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC y Cuentas Nacionales

Cuadro 7.  
Evolución de los Salarios

Período	Variaciones %			Nivel General
	Sector Privado Registrado	Sector Privado No registrado	Sector Público	
Dic´06/Dic´05				
Nominal	19,4%	20,6%	16,3%	18,9%
Real 1/	8,7%	9,8%	5,9%	8,2%
Feb´07/Dic´06				
Nominal	1,8%	6,0%	1,7%	2,5%
Real 1/	0,4%	4,5%	0,2%	1,0%

1/ Deflactado por el Índice de Precios al Consumidor.  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Francés sobre datos de INDEC.-

Cuadro 1.  
Agregados monetarios  
Variación interanual

	dic-05	dic-06	mar-07
Circulante en poder del público	30%	23%	26%
M2 total	25%	19%	20%
M2 privado	27%	21%	24%

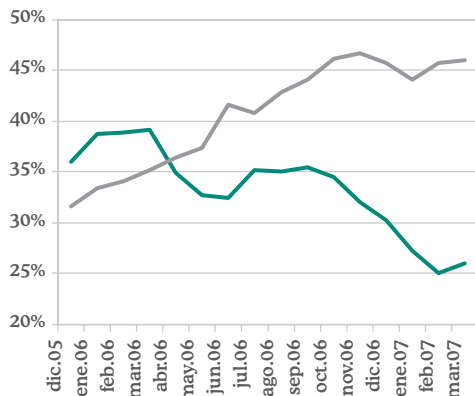
Fuente: BBVA en base a información del BCRA y del MECON.

Cuadro 2.  
Factores de variación de la BMA

variaciones en mill. de \$	Nov-Dic 2006	1er. Trim. 2007
Expansión por sector externo privado (en mill. De U\$S)	9.935	11.559
Absorción neta total	3.240	3.738
Variación Base Monetaria	2.238	-12.829
	12.174	-1.269

Fuente: BBVA en base a información del BCRA.

Gráfico 1.  
Evolución de préstamos en \$ al sector privado  
tasas de variación interanual



■ Empresas  
■ Familias

Fuente: BCRA

## 4. Entorno Monetario

### Las variables monetarias durante el primer trimestre del año mostraron una aceleración

El primer trimestre del 2007 finalizó con un crecimiento del agregado M2 total del 2,8% ubicándose en el intermedio de las bandas del programa monetario correspondiente al período. Sin embargo, esto significó una aceleración en términos de crecimiento interanual. Este hecho fue más notorio en el caso de los agregados privados como el circulante en poder del público y el M2 del sector privado.

Fue significativo el aumento que mostraron los depósitos totales en pesos. Los depósitos privados crecieron en promedio 23% con respecto al nivel de un año atrás (ver Cuadro 1). Los depósitos del sector público crecieron en el último año un 34% reflejando la acumulación de excedentes fiscales del gobierno, más particularmente de la Anses por el aumento en los recursos provenientes de la Seguridad Social.

### Base Monetaria: el 1er trimestre fue contractivo a pesar de todo

Durante el primer trimestre del 2007, continuó la expansión de dinero vía sector externo en ritmo similar a los 2 últimos meses del 2006, período donde estacionalmente la oferta de dólares suele ser alta. Sin embargo, el Banco Central se mantuvo mucho más activo en la tarea de absorción, tal es así que la base monetaria cayó más \$ 1.269 millones en todo el primer trimestre cuando había aumentado más de \$ 12.174 en el bimestre noviembre-diciembre del año anterior (ver Cuadro 2).

Se colocaron \$ 10.000 millones de Lebac y Nobac en el primer trimestre, el 75% del aumento que tuvo lugar durante la totalidad del año anterior. Aún así, la contracción de Base no alcanzó para frenar la aceleración de los agregados monetarios del público y produjo una liquidez de tal magnitud en el mercado que la tasa de interés para plazos fijos mayoristas llegó a caer 200 BP con respecto al promedio de diciembre.

También contribuyó a ello el hecho de la menor demanda de préstamos por parte de empresas que tuvo lugar a principios de año. Los préstamos a familias (entre los que incluimos hipotecarios, prendarios, tarjetas de crédito y personales) siguen creciendo a una tasa interanual del 45%, pero los préstamos definidos como destinados a empresas vienen desacelerando aproximadamente desde mediados del año pasado, si bien aún mantienen una tasa de crecimiento importante del 25% (ver Gráfico 1).

### La fuerte colocación de Lebac y Nobac tendería a anular el resultado cuasifiscal del Banco Central este año

Recientemente, el Banco Central publicó datos de su resultado 2006. El resultado financiero cayó de \$ 2.658 millones en el 2005 a \$ 1.534 millones. Esto se debió a que los egresos por Lebac y Nobac crecieron más fuertemente que los ingresos por reservas. Además, se está prácticamente extinguiendo el stock de redescuentos que aportaban una rentabilidad muy alta (CER + 3,5%) y los nuevos ingresos provenientes de títulos públicos no alcanzan a compensarla (en particular la Letra intransferible otorgada por el Tesoro luego de la cancelación de la deuda del FMI).

Si estimamos el resultado de los dos primeros rubros en el primer trimestre del año 2007 (ver Cuadro 3), que ahora son los más relevantes y terminan definiendo el resultado final, y aplicando las mismas tasas implícitas promedio del 2006 en base trimestral, el deterioro se acelera con lo que el resultado financiero final del Banco Central podría neutralizarse este año. El efecto es básicamente por evolución de los stocks, porque las Lebac y Nobac aumentan más rápido que las reservas internacionales.

**Cuadro 3.**  
**Resultado del BCRA**

millones de \$	año		I Tr. 07 anual. 1/	var. %	
	2005	2006		2006	I Tr. 07
<b>a Por Reservas Internac. 1/</b>	1.993	3.071	3.383	54%	—
Saldo promedio	68.184	77.075	84.894	13%	10%
Tasa implícita	2,9%	4,0%	4,0%	36%	—
<b>b Por Lebac/Nobac 1/</b>	2.019	3.661	5.088	81%	—
Saldo promedio	21.286	32.371	44.987	52%	39%
Tasa implícita	9,5%	11,3%	11,3%	19%	—
<b>c=a-b Resultado parcial 1/</b>	-26	-590	-1.706	2180%	—
<b>d Otros resultados netos 2/</b>	2.684	2.124	n.d.	-21%	—
<b>e=c+d Resultado financiero</b>	2.658	1.534	n.d.	-42%	—

1/ Anualizado 1er trimestre 2007. Se supuso que las tasas implícitas anuales de reservas, lebac y nobac no varían. Los saldos son el promedio observado del 1er trimestre.

2/ Incluye ingresos por redescuentos y títulos públicos netos de otros resultados.

Fuente: BBVA en base a información del BCRA.

Los números señalan que los beneficios de acumular reservas a este ritmo y mantener el tipo de cambio con contrapartida de emisión de deuda tenderían a extinguirse en un plazo no demasiado largo, particularmente porque no esperamos que aumente la demanda de dinero real permitiendo ampliar el margen para emitir más pesos.

### Los agregados monetarios/PIB tienden a estabilizarse.

En los últimos años los agregados monetarios del público expresados en porcentaje del PIB se han mantenido casi constantes (ver Cuadro 4), con la estabilización producida luego de la crisis, lo cual indica que no habría mucho más espacio para expandir a un ritmo mayor. La política monetaria del Banco Central expandiendo dinero casi a igual ritmo que el PIB nominal, está convalidando la inflación que muestra el deflactor del PIB que desde el año pasado se vuelve más alta que el IPC (ver capítulos de precios relativos).

### En el mercado de tasas, la Badlar de bancos privados fue la que más cayó

Si bien el año pasado la tasa mayorista también cayó en los primeros meses del año, este año la baja es más abrupta y más notable el cambio en la diferencial de spread con respecto al resto de las tasas del mercado. Las bajas en la Badlar privada no fueron acompañadas en la misma magnitud por el resto de las tasas; la tasa de pases pasivos inclusive subió.

Aparte de la gran liquidez, la baja en la tasa Badlar puede explicarse por el "efecto INDEC" que sesgó la demanda a favor de activos ajustados por Badlar, en contra de los ajustables por CER y presionando a la baja la tasa de interés mayorista.

Según esta interpretación, los spreads de Badlar privada sobre el resto de las tasas no volverían al nivel previo de fin del 2006 y se mantendrían en menor nivel de forma más permanente (ver Gráfico 2). Como suponemos que la tasa de interés real seguirá con su tendencia a la neutralidad, podríamos esperar, si los spreads se reducen con respecto a fin del año 2006, que la Badlar privada alcance un nivel cercano al 10% a fin de año (hoy se encuentra en 8,3%).

Con respecto a la suba de 75 BP en la tasa de pases pasivos que determinó el Banco Central este año, la baja paralela en los rendimientos de las emisiones de Lebac y Nobac hace que el spread entre éstas y los pases se reduzca y sea atractivo para el sistema financiero colocar más liquidez a corto plazo. Esto sugiere entonces que el Banco Central podría apoyarse en el manejo de esta tasa más que en la suba de encajes al sector financiero para cumplir el programa monetario de este año.

**Cuadro 4.**  
**Agregados Monetarios en pesos / PIB 1/**

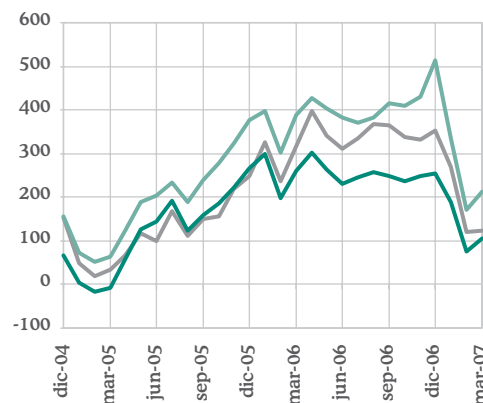
	2004	2005	2006	2007 2/
<b>BMA</b>	10,5%	9,9%	9,9%	10,2%
Circulante en poder del público	6,2%	6,7%	6,9%	7,0%
M2 privado	13,5%	14,2%	14,1%	14,2%
Depósitos totales	21,1%	21,3%	20,8%	21,0%

1/ Promedios del año / PIB

2/ Últimos 12 meses a marzo.

Fuente: BBVA en base a información del BCRA y MECON.

**Gráfico 2.**  
**Spread Badlar bancos privados sobre el resto de tasas del mercado**



■ Minorista privada  
■ Pases pasivos  
■ Lebac tasa fija 12 meses

Fuente: BCRA



## Argentina

Indicadores Económicos Básicos	2004	2005	2006	2007(e)
<b>Actividad</b>				
PBI Nominal (\$, miles de millones)	447,6	531,9	654,4	788,9
PBI Nominal (USD miles de millones)	151,2	181,0	211,6	251,9
PBI Real (Variación %)	9,0	9,2	8,5	7,9
Tasa de desempleo (promedio anual)	13,6	11,6	10,2	8,7
<b>Precios</b>				
PBI Deflactor (Var. % prom. )	9,2	8,8	13,5	11,8
IPC (Var. %, fin de año)	6,1	12,3	9,8	9,0
<b>Sector Externo</b>				
Exportaciones (USD miles de millones)	34,6	40,4	46,5	52,0
Importaciones (USD miles de millones)	22,4	28,7	34,2	41,2
Balance Comercial (USD miles de millones)	12,1	11,7	12,3	10,8
Saldo Cuenta Corriente (USD miles de millones)	3,4	5,6	8,1	6,4
Tipo cambio nominal libre (\$/USD, fin período)	2,99	3,05	3,09	3,15
Tipo cambio Real Bilateral (\$/USD, fin de período) <sup>1a/</sup>	2,08	1,95	1,84	1,74
Tipo de Cambio Real Multilateral, (\$/USD, fin de período) <sup>1b/</sup>	2,35	2,26	2,25	2,17
Deuda externa privada (USD miles de millones) <sup>6/</sup>	55,0	53,3	50,1	n.d.
<b>Sector Financiero</b>				
Depósitos sector privado (\$ miles de millones, fin año) <sup>2/</sup>	81,2	98,5	120,7	149,1
Depósitos sector privado Var. anual %	11,0	21,4	22,5	23,5
Préstamos al Sector privado (\$ miles de millones, fin año) <sup>2/</sup>	38,6	52,6	74,3	96,2
Préstamos al Sector privado Var. anual %	25,7	36,0	41,3	29,5
Tasa de interés Bcos Privados Dep 30-44 días (fin año)	3,8	6,4	8,9	9,6
Reservas internacionales del BCRA (USD miles de millones) <sup>3/</sup>	19,6	28,1	32,0	45,0
<b>Sector Público</b>				
Res. Fiscal Primario (\$ miles de millones) <sup>4/</sup>	17,4	19,7	23,2	23,6
Res. Fiscal Operativo (\$ miles de millones) <sup>4/</sup>	11,7	9,4	11,6	8,8
Deuda pública total (USD miles de millones) <sup>5/</sup>	191,3	128,6	129,6	n.d.
Deuda pública moneda extranjera (USD miles de millones) <sup>5/</sup>	138,4	66,5	67,9	n.d.
Deuda pública externa (USD miles de millones) <sup>6/</sup>	115,9	63,9	57,7	n.d.

Indicadores de Riesgo (%)	2004	2005	2006	2007(e)
Cuenta Corriente/PBI	2,3	3,1	3,8	2,6
Balanza Comercial/PIB	8,0	6,4	5,9	4,3
Exportaciones/PIB	22,8	22,3	22,0	20,6
Importaciones/PIB	14,8	15,8	16,1	16,4
Resultado fiscal primario/PBI	3,9	3,7	3,5	3,0
Deuda pública/PBI	126,5	71,1	61,3	n.d.
Deuda pública externa/PBI	76,6	35,3	27,3	n.d.

**Notas:**

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

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

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

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

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

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

<sup>5/</sup> Deuda pública al 30/09/2006 (excluye holdouts). Sec. Financiamiento

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

## Contexto Internacional

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

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$ , fin de período)			
	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08
<b>EE.UU.</b>	5,25	5,25	5,25	5,25				
<b>UEM (\$/€)</b>	3,50	4,00	4,25	4,25	1,32	1,34	1,33	1,32
<b>Japón (yenes/\$)</b>	0,25	0,50	1,00	2,25	117	117	112	109
<b>China (cny/\$)</b>	6,12	6,39	6,66	6,93	7,81	7,55	7,30	6,80

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>Argentina</b>	9,2	8,5	7,9	6,3	12,3	9,8	9,0	11,0
<b>Brasil</b>	2,9	3,7	3,3	3,2	5,7	3,1	4,0	3,8
<b>Chile</b>	6,3	4,0	5,2	5,3	3,7	2,6	2,9	2,9
<b>Colombia</b>	5,2	6,8	5,9	4,7	4,7	4,5	4,4	3,6
<b>México</b>	3,0	4,8	3,2	3,9	3,3	4,1	3,7	3,5
<b>Perú</b>	6,4	8,0	7,2	6,3	1,5	1,1	1,8	2,0
<b>Venezuela</b>	10,3	10,3	4,3	2,8	14,4	17,0	15,7	23,2
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>
<b>LATAM Ex-México</b>	5,3	5,7	4,9	4,2	6,9	5,5	5,7	5,9

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

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

	Tipo de cambio (frente \$ , fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>Argentina</b>	3,05	3,06	3,13	3,37	6,4	8,9	9,6	10,7
<b>Brasil</b>	2,28	2,15	2,30	2,45	18,00	13,25	12,50	12,00
<b>Chile</b>	514	533	550	550	4,50	5,25	5,00	5,00
<b>Colombia</b>	2279	2240	2172	2205	6,3	6,8	8,8	8,5
<b>México</b>	10,63	10,81	11,00	11,20	8,0	7,0	6,8	6,5
<b>Perú</b>	3,42	3,20	3,22	3,30	3,25	4,50	5,00	5,00
<b>Venezuela</b>	2150	2147	2147	2900	10,9	10,5	10,4	10,0

**Interesados dirigirse a:**

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

**Servicio de Estudios Económicos:**

**Director:**

José Luis Escrivá

**Economistas Jefe:**

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz

España y Análisis Sectorial: Julián Cubero

Europa: Sonsoles Castillo

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni Di Placido

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Juana Tellez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Alejandro Puente

Norteamérica: Jorge Sicilia

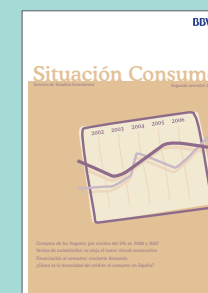
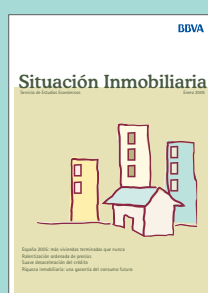
Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

**otras publicaciones**



El Lic. Ernesto Gaba, Economista Jefe del Servicio de Estudios Económicos y Director de la presente publicación cuya propiedad corresponde al BBVA Banco Francés S. A. con Registro de la Propiedad Intelectual Nro.: 482935. Las opiniones vertidas son válidas a la fecha de su publicación quedando sujetas a modificación sin necesidad de preaviso alguno. Las mismas resultan orientadoras para el inversor, en el marco de los mercados de riesgo en los que opera el público, y en consecuencia, esta publicación no asume responsabilidad por el resultado de cualquier operación.