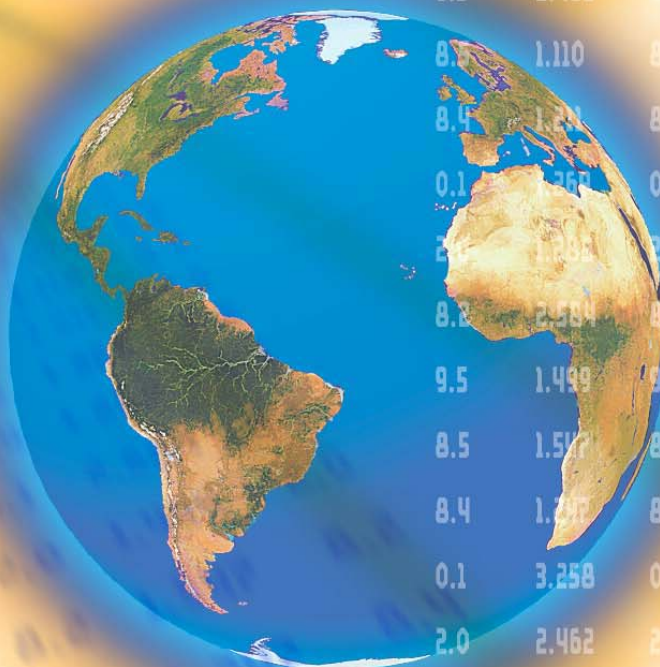


Econométrica S.A

economic research and forecasts

www.econometrica.com.ar

Conozca nuestro blog:



37

1970 - 2007

*años dedicados al Análisis
Macroeconómico*

***Argentina
Macroeconomic
Outlook***

Noviembre 2007

“¡Aleluya! Dios cada vez más argentino”

Por Mario Brodersohn

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso III Trim 2007: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A

economic research and forecasts

“¡ALELUYA! DIOS CADA VEZ MAS ARGENTINO”

Por Mario Brodersohn¹

¿Cómo explicar el estado de conflictividad del Gobierno con el Episcopado Nacional cuando sus plegarias están dando resultados económicos tan favorables para la gestión actual del Gobierno? Veamos sino el comportamiento en los últimos doce meses de los siguientes indicadores:

- El precio internacional de la soja aumentó un 50% (Ver Cuadro 1). El precio del trigo no se queda atrás con un 85%. Se exporta el 95% de la producción de soja. En el 2008 los ingresos de exportación provenientes del complejo soja ascenderán a 18.000 millones de dólares. Esta suma es muy superior al total agregado de las exportaciones de trigo, maíz y girasol, que solo llegan a 7.700 millones de dólares. Somos un país soja dependiente y no nos fue nada mal en los últimos cuatro años.
- Y por si lo anterior fuera poco, las condiciones climáticas en nuestro país han sido muy favorables. La cosecha aumentó en el 2007 un 22 % con respecto al año anterior. Más aun, crecen las expectativas que en el 2008 superaremos los 100 millones de toneladas. Maravilloso comportamiento frente a los 35 millones de toneladas de diez años atrás o a los 25 millones de veinte años atrás (Ver Cuadro 2).
- Además, el peso argentino al estar pegado al dólar se benefició en el 2007 en un 12,6 % por la devaluación del dólar con relación al euro. La cotización del real paso disminuyó de 2,14 a comienzos del 2007 a 1,80 en la actualidad y el peso chileno también se redujo de 534.80 al comenzar el 2007 a una cotización actual de 505,50. El Mercado Común Europeo, Brasil y Chile representan casi la mitad del total de nuestras exportaciones. Los comportamientos de las monedas de esos países, indudablemente, favorecieron la competitividad de nuestras exportaciones.
- Otro ingrediente que jugó a nuestro favor ha sido la tasa de interés internacional. En efecto, la tasa de interés de un bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años se redujo del 4,70 % a principio del 2007 al 4,0 % en la actualidad.

¿Cuáles son las repercusiones en la economía argentina de un contexto internacional tan exquisitamente favorable y soñado por más de un gobernante en el pasado?

1. EN EL 2007 EL PBI CRECERÍA UN 8.6% Y PARA EL 2008 PROYECTAMOS UN CRECIMIENTO SUPERIOR AL 7%.

¹ mbrodersohn@econometrica.com.ar

“¡Aleluya! Dios cada vez más Argentino”

Por Mario Brodersohn

- La reforma en el sistema jubilatorio permitió el traspaso de 1 millón de aportantes de las AFJP al sistema de reparto oficial. De esta forma, los que antes aportaban a las AFJP ahora lo hacen al ANSES y ello implica una mayor recaudación de 1.700 millones de dólares (0,6 % del PBI). Por supuesto, tal como ocurrió en la etapa fundacional del sistema de reparto en la década del 40, el Gobierno actual se beneficia con los mayores aportes y los Gobiernos posteriores se perjudicarán con los que se jubilarán en el futuro.

En síntesis, estas tres medidas darán lugar en el 2008 a mayores ingresos para el Gobierno Nacional por 4.100 millones de dólares (1.3 % del PBI).

El superávit fiscal va a depender de los aumentos salariales y jubilatorios para el 2008, de los subsidios al sector privado y de las inversiones estatales en áreas privatizadas, especialmente en energía. Suponemos que los aumentos salariales y jubilatorios serán del 20% en el mes de abril.

Estimamos el costo de la reciente decisión de la Corte Suprema sobre la movilidad de las jubilaciones en 0.3% del PBI (no incluimos la retroactividad porque suponemos que se paga con títulos públicos).

Los subsidios y las inversiones públicas crecerán al mismo ritmo que el PBI nominal. Sobre la base de este ejercicio esperamos un superávit primario del Gobierno Nacional del 2.8 % del PBI en el 2008 frente al 2.2% del 2007 (Ver Cuadro 3).

3. EN EL 2008 LAS PROVINCIAS TENDRÁN, POR PRIMERA VEZ DESDE EL 2002, UN DÉFICIT FISCAL PRIMARIO DEL 0,3% DEL PBI.

Las provincias, en cambio, enfrentarán mayores dificultades fiscales en el 2008 que en el 2007. Ello se debe a dos motivos:

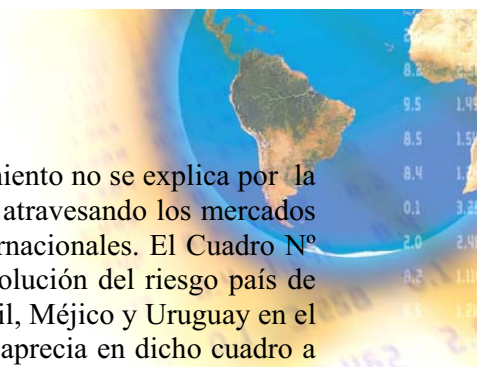
- Primero, los mayores recursos impositivos nacionales no son coparticipables con las provincias y por lo tanto, ingresan en su totalidad en las arcas del Gobierno Nacional.
- Segundo, los aumentos salariales golpean con más fuerza en los presupuestos de los gobiernos provinciales que en el del Gobierno Nacional.

El resultado neto de estas tendencias es que por primera vez desde la crisis del 2002 las provincias arrojarán un déficit primario del 0.3% del PBI.

Suponemos, además, que como la casi totalidad de la deuda de los gobiernos provinciales es con el Gobierno Nacional (la gran excepción es la Provincia de Buenos Aires) no le va a quedar otra alternativa a este último que refinanciar los intereses de la deuda pública provincial.

4. EN EL 2008 EL SUPERÁVIT EXTERNO DEL SECTOR PRIVADO SEGUIRÁ SIENDO MUY ALTO.

- El 2007 el superávit externo del sector privado sería de 13.800 millones de



dólares (5.3% del PBI), lo cual permitió financiar un aumento en las reservas internacionales del Banco Central de 12.500 millones de dólares.

- En el 2008 el contexto externo sigue siendo altamente favorable. Las exportaciones llegarían a la increíble suma de 62.400 millones de dólares, duplicando las exportaciones del 2003. Aún descontando un aumento importante de las importaciones, esperamos un superávit del sector privado de 11.600 millones de dólares (3.6% del PBI), suma que excede con amplitud los servicios de intereses de la deuda pública argentina (Ver Cuadro 4).
- En síntesis, el excedente de dólares del sector privado, que ha sido un elemento central de los últimos cinco años, sigue jugando con intensidad en el 2008. En este contexto, esperamos que el peso se aprecie con relación al dólar no por caída en su cotización sino porque la inflación argentina, sea la mentirosa de Moreno o la de la realidad, será muy superior a la de Estados Unidos.

¿CÓMO EXPLICAR QUE EN EL 2007 SE HAYA DUPLICADO EL RIESGO PAIS DE LA ARGENTINA?

El riesgo país de la Argentina se duplicó a lo largo del 2007 como si esa medición no tomase en cuenta que la Argentina está atravesando un contexto económico muy favorable: fuerte expansión económica, cifras fiscales más favorables para el 2008 que en el 2007 y un elevado superávit comercial externo. El riesgo país aumentó de 187 puntos básicos a principio de año a 454 en la actualidad.

Este comportamiento no se explica por la crisis que están atravesando los mercados financieros internacionales. El Cuadro N° 5 muestra la evolución del riesgo país de Argentina, Brasil, México y Uruguay en el 2007. Como se aprecia en dicho cuadro a comienzos del 2007 el riesgo país de Argentina era similar al de Brasil. Hoy en día, la Argentina duplica el riesgo de Brasil y de Uruguay. La brecha se amplió aun más en el caso mejicano.

¿Por qué los mercados financieros internacionales castigan más a la Argentina que a los otros países latinoamericanos? Varias son las razones:

- El riesgo país argentino comenzó a despegarse del de los otros países cuando la Argentina comenzó a manipular y mentir con el Índice de Precios al Consumidor. Esta fue una muy mala señal y fue interpretada como que el Gobierno no tiene límites en sus decisiones de política económica. Ello explica porqué aumentó el riesgo país no solo de los títulos públicos indexados en pesos sino también porque aumento el riesgo de los títulos en dólares que, por supuesto, no tienen nada que ver con el Índice de Precios. La tesis de los operadores financieros es muy simple y directa: si son capaces de mentir tan abiertamente con el Índice de Costo de Vida porque no lo harán en el futuro con cualquier otro indicador que incida en el rendimiento de los títulos públicos. Los operadores nos están diciendo: *basta, no queremos saber nada con la Argentina*. Esta visión de los operadores se hizo realidad en el mes de noviembre con las colocaciones en dólares del BONAR X (vence en el 2017) por 574 millones de dólares y en Venezuela por 500 millones de dólares.

“¡Aleluya! Dios cada vez más Argentino”

Por Mario Brodersohn

En ambos casos se hizo a una tasa de interés que es una vez y media más alta que la tasa de interés de un Bono del Tesoro a 10 años de los Estados Unidos. Estas colocaciones implicaron un riesgo país de 650 puntos básicos.

- La pérdida de credibilidad anterior se sobre impone a la falta de reacción y de propuestas gubernamental para los 20.000 millones de dólares que no se presentaron al canje de la deuda.
- Las demoras en las negociaciones de la deuda en default con el Club de Paris.
- La mala imagen internacional que generan las marchas y contramarchas en las negociaciones con las empresas privatizadas y el doble discurso en relación con nuestra solidaridad con Venezuela.

LOS DESAFÍOS QUE NOS ESPERAN EN EL 2008

El 2008 comienza con un gobierno fortalecido con el 45% de los votos, que duplica los votos de su perseguidor inmediato, y con un contexto económico-financiero internacional muy favorable para la Argentina. Sin embargo, este punto de partida resplandeciente tiene frente a sí un conjunto de desafíos que, si no son atacados a tiempo, pueden ir carcomiendo la elevada credibilidad que tiene en la actualidad el gobierno. La aceleración inflacionaria, la crisis energética y la pérdida de valor del dólar en relación al peso son amenazas que pueden horadar la credibilidad del gobierno.

1.- INFLACIÓN Y DEMANDAS SALARIALES

En el 2007 la estrategia antiinflacionaria del gobierno se basó simple y exclusivamente en mentir con el Índice de Precios que elabora el INDEC. Esta estrategia puede ser vista como “creativa” desde el punto de vista electoral dada la conocida afirmación que frente a noticias que pueden caer muy mal en la opinión pública es mucho mejor romper el termómetro que conocer la verdadera temperatura.

Esta estrategia le permitió al Gobierno afirmar a lo largo de toda la campaña electoral, sin pudor y con el respaldo del INDEC, que la inflación en el 2007 (8.3%) fue inferior a la del 2006 (9.8%). El Presupuesto Nacional para el 2008 sugiere que el gobierno intenta mantener la estrategia de mentir con el Índice de Precios. En efecto, el Presupuesto prevé para el 2008 una inflación (7.3%) menor a la del 2007.

Esta estrategia nos lleva a plantearnos el siguiente interrogante: terminado el proceso electoral, ¿cuál es la ventaja política de seguir mintiendo y de inventar una inflación que nadie cree?

Para algunos analistas el objetivo de publicitar una inflación menor es reducir el costo de la deuda indexada. No compartimos este enfoque. La deuda indexada está formada por tres tipos de bonos que tienen los siguientes vencimientos:

- Bono Descuento, recién empieza a vencer en el 2024 y la amortización semestral se extiende hasta el 2033.

“¡Aleluya! Dios cada vez más Argentino”

Por Mario Brodersohn

- Tercero, hasta ahora no hay señales claras de que el sector privado esté dispuesto a invertir para revertir la caída en la producción de petróleo y gas debido a la incertidumbre que rodea la política de aumentos de precios de las empresas privatizadas.
- Cuarto, la menor vocación inversora del sector privado esta llevando a que el Gobierno cubra ese vacío. Y lo que se está observando es una enorme pesadez y falta de transparencia en la gestión estatal. Las negociaciones gasíferas con Bolivia constituyen un ejemplo elocuente de la incapacidad de gestión del Gobierno Nacional. Primero, la formula de actualización del precio del gas dio lugar a un aumento reciente de 5 a 6.10 dólares. Brasil negocio mejor dado que el aumento fue de 4 a 4.70 dólares. Segundo, Bolivia tiene limitaciones económicas y financieras para extraer todo el gas que necesitan Bolivia, Brasil y Argentina. En esas negociaciones la Argentina aceptó ser un comprador residual de gas. El Ministro de Hidrocarburos de Bolivia acaba de hacer explícita esa realidad: *“No hay una prioridad deliberada, sino que los contratos establecidos actualmente señalan tanto a Brasil, como a la Argentina, que la primera prioridad es el mercado interno, la segunda es Brasil y la tercera es la Argentina”*.

3.- POLÍTICA CAMBIARIA DUAL. POR UN LADO, UN TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL ALTO Y ESTABLE Y, POR EL OTRO LADO, EL PRECIO DEL DÓLAR AJUSTADO POR

INFLACIÓN EN CONSTANTE CAÍDA.

El tipo de cambio de un país puede ser analizado desde dos ángulos distintos. Uno de ellos es en términos de su competitividad internacional, esto es, del impacto que esa variable tiene en el comercio internacional de bienes y servicios de un país. El otro ángulo es cuando la moneda de un país, por ejemplo el dólar, es tomada como un instrumento de acumulación de activos financieros, como una reserva de valor.

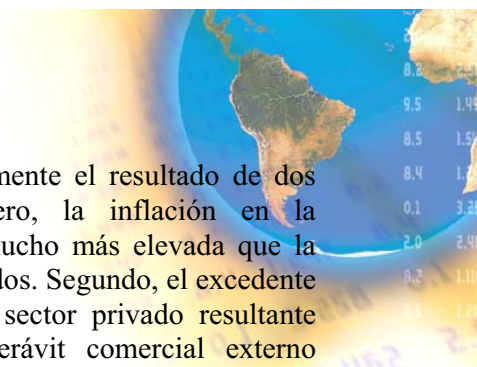
Para el primer caso es relevante utilizar el tipo de cambio multilateral dado que pondera la cotización de cada moneda internacional en función de la participación que tiene en el comercio exterior argentino. En cambio, para la segunda visión el dólar siempre ha sido el instrumento al que los argentinos recurren para proteger sus activos financieros de la inflación.

El Cuadro N° 6 presenta la evolución, desde fines de la convertibilidad, del tipo de cambio multilateral y la evolución del precio del dólar en pesos argentinos. La definición de tipo de cambio toma en cuenta las diferencias de inflación entre cada uno de los países que lo componen. Para el año 2007 la inflación argentina se mide tomando el Índice de Precios de las Provincias en lugar del distorsionado Índice para la Capital y Gran Buenos Aires. Para el 2008 hemos supuesto que la inflación argentina será del 20% anual, la inflación internacional del 2.3% y el precio del dólar pasa de 3.16 a 3.25 pesos (diciembre 07/diciembre08).

El Cuadro N° 6 permite apreciar que en el 2007 ambos tipos de cambio se muevan

“¡Aleluya! Dios cada vez más Argentino”

Por Mario Brodersohn



en direcciones opuestas. El tipo de cambio multilateral, ajustado por las diferencias de inflación, se mantiene bastante estable a lo largo del tiempo. En cambio, el precio del dólar, también ajustado por inflación, cae persistentemente desde el 2004.

Este comportamiento dispar se debe a que como el peso argentino esta pegado al dólar, la devaluación del dólar con relación a la mayoría de las monedas con las que comerciamos internacionalmente contrarresta la mayor inflación argentina que la de esos países. A título de ejemplo analicemos la relación entre el peso y el euro.

En el 2007 la inflación argentina la estimamos en el 15% anual. El peso se devaluó con relación al dólar en un 3,3% y el dólar, a su vez, se devaluó con respecto al euro en un 12,6%. Por lo tanto, la sumatoria de ambas devaluaciones le permitió a la Argentina contrarrestar una inflación mayor a la de los países europeos. Este análisis se puede extender a Brasil y a Chile, que en conjunto con los países del Mercado Común Europeo representan la mitad de nuestras exportaciones.

Para analizar la evolución del dólar con relación al peso, consideramos más apropiado tomar un periodo de tiempo mucho más extenso que el de la convertibilidad.

El Cuadro N° 7 presenta dicha evolución para el periodo 1970/2008. Allí se observa a partir del 2004 una caída del precio del dólar con relación al peso argentino. Esta tendencia a la apreciación del peso se acentúa en el 2007 y seguramente se intensificará en el 2008.

Ello es simplemente el resultado de dos factores. Primero, la inflación en la Argentina es mucho más elevada que la de Estados Unidos. Segundo, el excedente de dólares del sector privado resultante del fuerte superávit comercial externo argentino termina siendo comprado en su totalidad por el Banco Central, quien a su vez se resiste a indexar el precio del dólar en función de la mayor inflación argentina que la de Estados Unidos. Por ejemplo, en el 2007 la inflación argentina fue cinco veces más alta que la de USA y el peso sólo se devaluó en relación al dólar en un 3.1%, lo cual implicó una apreciación del peso del 10%

Para el 2008 se acentuará la apreciación del peso en relación al dólar por la simple razón que la inflación real argentina podría llegar a ser casi 10 veces más alta que la de Estados Unidos mientras que suponemos que el Banco Central devaluara el peso en un 3% (esto es, que en diciembre el 2008 llegue a valer 3.25 pesos por dólar).

Ese mismo gráfico nos señala que en diciembre el 2008 el valor del dólar con relación al peso alcanzará su nivel más bajo desde que salimos de la convertibilidad. Por supuesto ese valor es superior al promedio de la convertibilidad. Pero esta comparación no tiene ningún sentido porque a lo largo de la convertibilidad el dólar permanecía muy atrasado. En realidad una comparación más relevante sería con el promedio de todo ese extenso periodo de casi 40 años (1970/2008). En este caso, a fines del 2008, el dólar estaría levemente por debajo de ese promedio histórico.

Esta realidad se traducirá en el lenguaje popular en afirmaciones como que la ropa

“¡Aleluya! Dios cada vez más Argentino”

Por Mario Brodersohn

en la Argentina cuesta más que en Estados Unidos o que el café es mucho más caro, o para ser más directo, que los departamentos valen más en dólares que en la época del 1 a 1. Sólo será barato en dólares el precio de la luz, el gas, la nafta y el boleto de los medios de transporte urbano.

¿HABRÁ UN CLIMA SOCIO-POLÍTICO PREDISPUERTO PARA CONSTRUIR UNA RED DE SEGURIDAD QUE CONTENGA AL GOBIERNO SI LLEGA A TENER UN TRASPIÉ ECONÓMICO?

¿Están preparados el Gobierno y los partidos políticos de la oposición para enfrentar los riesgos de un deterioro en la credibilidad del gobierno? Este es un desafío no menor si tenemos en cuenta que el Gobierno perdió las elecciones en la Capital Federal, Córdoba, Rosario, Mendoza, que son los centros urbanos que suelen mostrar mayor conflictividad social.

La realidad actual de los partidos políticos está enmarcada por las siguientes características:

- Partidos políticos débiles con dirigentes pocos creíbles. Esta debilidad abarca no solo a los partidos tradicionales como la UCR y el Partido Peronista sino que se extiende también a los de más reciente creación. Este es el caso de López Murphy, de Macri luego de su mala performance en las recientes elecciones presidenciales, el ARI y su implosión actual y el desvanecimiento electoral de la izquierda combativa. En reemplazo de los partidos políticos han surgido personalidades sin estructura política pero con alto marketing en los

medios de comunicación. Los casos más notables y recientes son Blumberg y Francisco de Narvaez. Las recientes elecciones han demostrado que aun en estos casos se trata de estrellas fugaces en el firmamento político.

- La gran novedad de las elecciones presidenciales fue el invento de las “listas colectoras”, invento que contribuyó a debilitar aun más a los partidos políticos.
- Las últimas elecciones presidenciales han explicitado el deterioro de los partidos políticos. Fueron elecciones sin debates ni propuestas concretas sobre el futuro. Simplemente como un indicador de lo mucho que nos falta recorrer políticamente, tomemos el caso de la campaña presidencial en los Estados Unidos. Allí se están desarrollando ocho debates públicos entre los siete candidatos presidenciales solo para las internas que eligen el candidato presidencial del Partido Demócrata

La falta de estructuras políticas fuertes y representativas debilita la necesaria cohesión interna para crear una red de seguridad institucional-política en el caso de que el gobierno enfrente momentos difíciles. El aumento de los precios internacionales y la devaluación del dólar con el euro le han permitido a la Argentina contrarrestar hasta ahora un contexto internacional negativo.

Sin embargo, la falta de un programa claro y efectivo para frenar la aceleración inflacionaria y la incapacidad de gestión oficial para enfrentar la crisis energética pueden ir gradualmente horadando la

“¡Aleluya! Dios cada vez más Argentino”

Por Mario Brodersohn

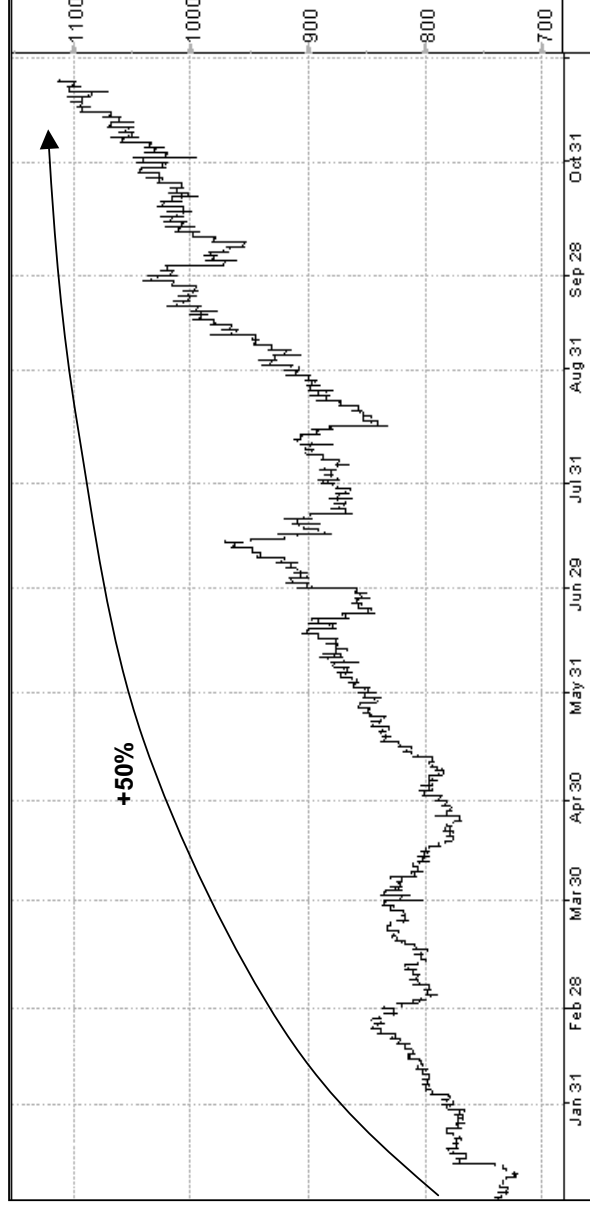
credibilidad en el gobierno y a partir de allí se abre un interrogante sobre el 2009.

La derrota de Alfonsín en 1987 luego de su gran elección en 1985 y la derrota de Menem en 1997 luego de su reelección en 1995 constituyen delicados antecedentes históricos que ponen de relieve lo efímero que es la memoria de los argentinos. Así como en pocos meses a Macri se le evaporó el 60% de sus votos, no podemos descartar que los argentinos borren de su memoria el 45% de los votos de la reciente elección presidencial.



Cuadro 1

Precio de la Soja Porotos - U\$d por 1000 Bushels

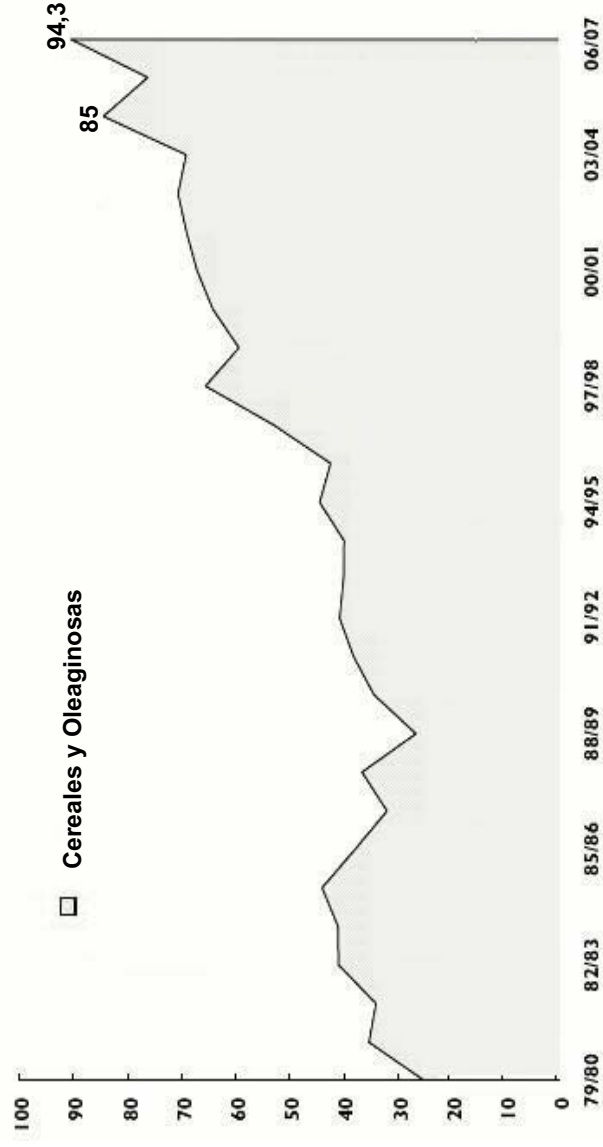


Fuente: Econométrica en base a Bloomberg

Cuadro 2

Producción de Granos

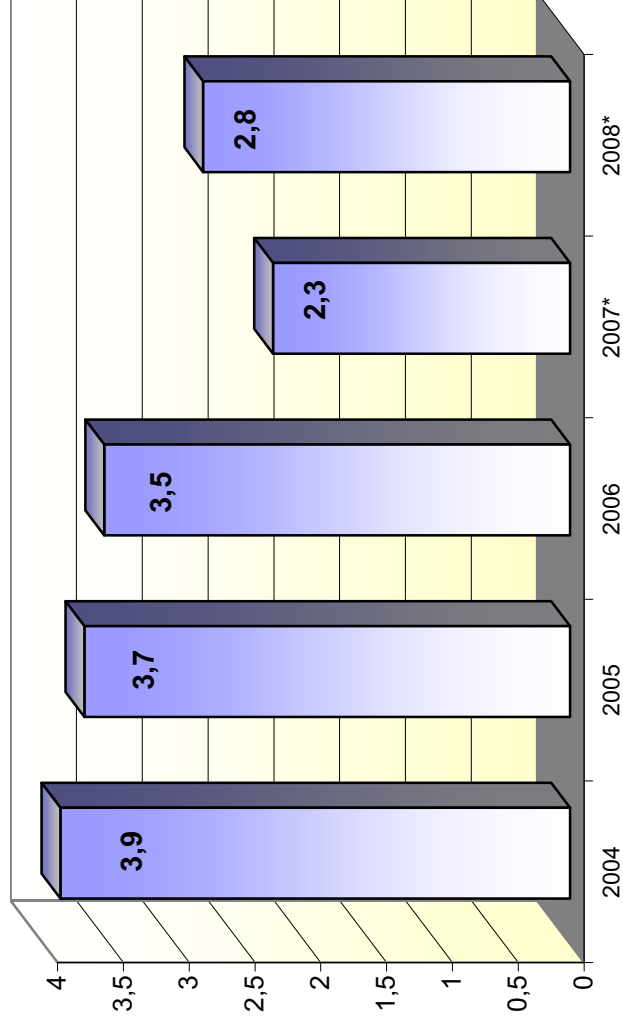
campañas 79/80 a 06/07 - en millones de toneladas



Fuente: Econométrica en base a BCRA y SAGPyA

Cuadro 3

Superávit Primario del Gobierno Nacional en % del PBI



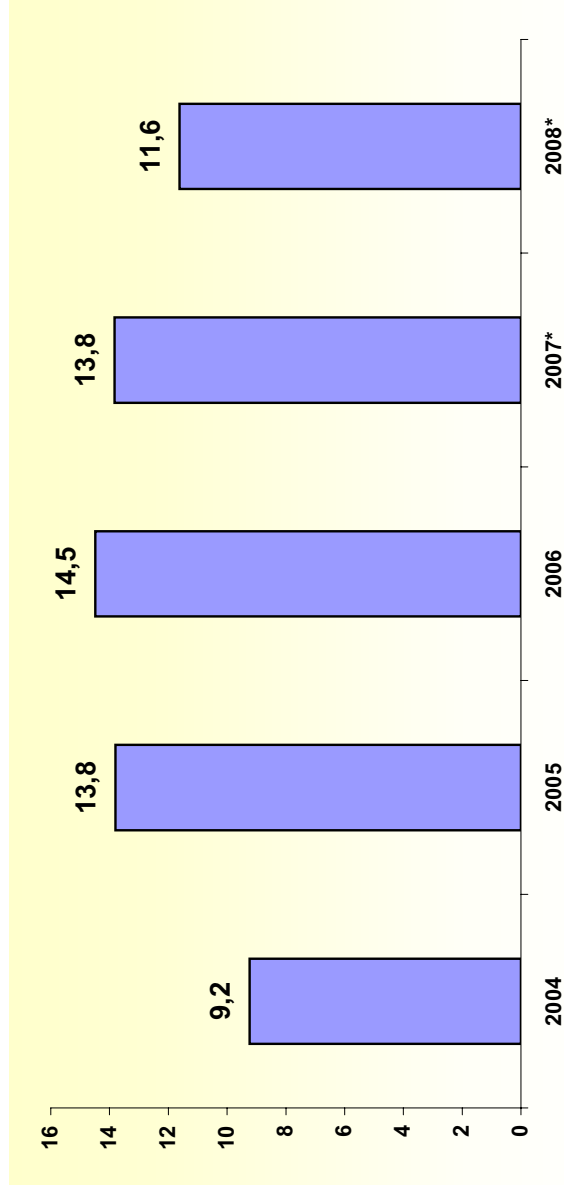
Fuente: Econométrica S.A en base al Mecon

* Estimación de Econométrica S.A

Cuadro 4

Superávit Cambiario del Sector Privado

En miles de millones de dólares



Fuente: Econometría en base a BCRA

* Proyecciones Econométrica

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro 5

Riego País

puntos básicos

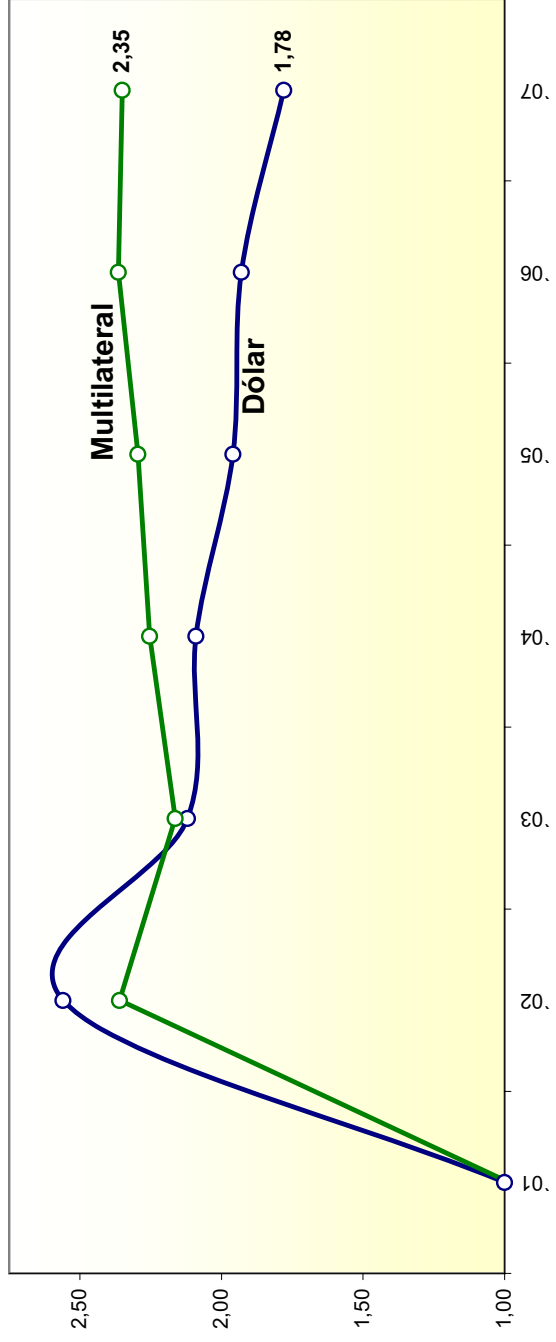
	23/01/2007	27/11/2007
Argentina	187	454
Brasil	187	246
Uruguay	164	243
Mexico	98	160

Fuente: Econométrica en base a JP Morgan y AFAP (Uruguay)

Cuadro 6

Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral y del Dólar (200107)

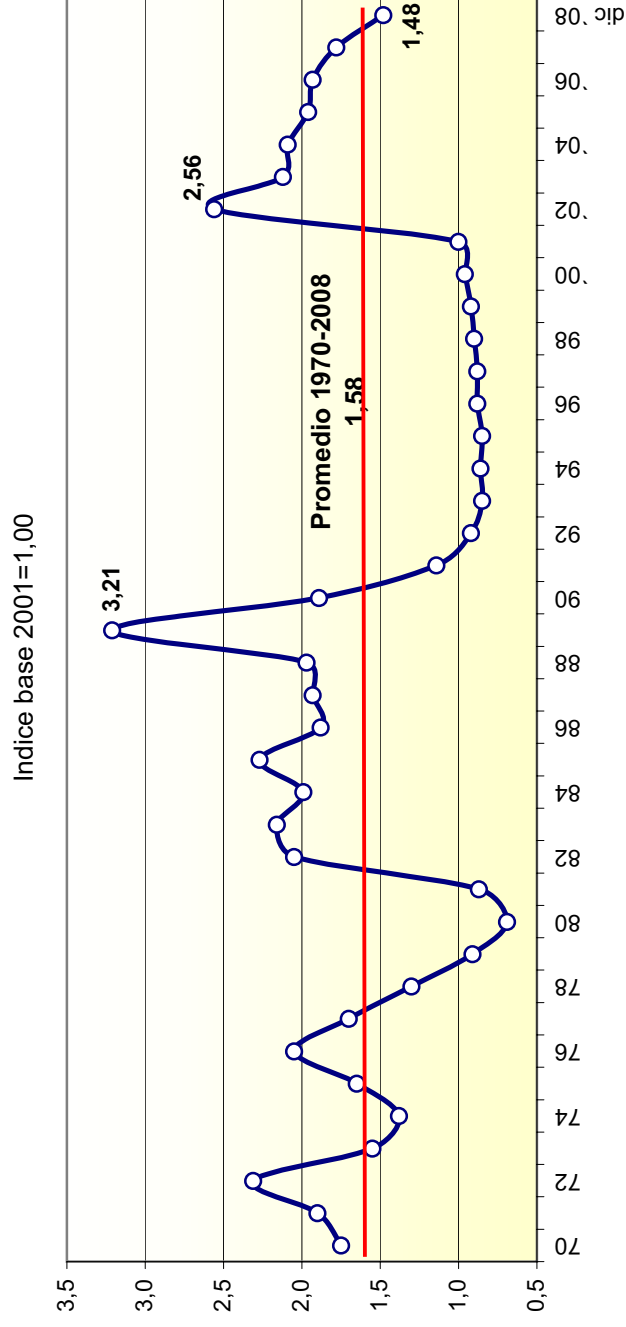
Índice base 2001=1,00 (deflactado por IPC y 2007 IPC Provincias)



Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Cuadro 7

Evolución del Tipo de Cambio Real del Dólar (1970-2008)



Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Cuadro 8

Balanza Comercial Energética

en miles de millones de u\$s

	2005	2006	2007*	2008*
Exportaciones	7,2	7,8	6,3	4,4
Carburantes	3,0	3,4	3,4	3,0
Petróleo crudo	2,5	2,4	1,2	0,5
Gas de Petróleo	1,3	1,5	1,3	0,7
Otros	0,4	0,5	0,4	0,2
Importaciones	1,5	1,7	2,9	4,1
Saldo Energético	5,6	6,0	3,4	0,3

Fuente: Econométrica S.A en base al INDEC