

# DPA & CONSULTORES

Economía y Finanzas

## Reporte Económico Mensual Junio 2007

### Una mirada estructural a cuatro años de Gestión

#### Introducción

El año 2007 será muy bueno en cuanto al crecimiento de la actividad económica, motorizada por los excelentes precios de las exportaciones y el impulso del Gobierno a la demanda interna, mediante la reducción del superávit fiscal y los aumentos de salarios.

La economía estaría llegando hasta las elecciones presidenciales con un buen ritmo de crecimiento, pero a costa de una alta inflación y sin corregir distorsiones de precios.

El nivel de actividad creció 8,0% en el primer trimestre y la industria se expandió 6,6%. La nota negativa la dio el sector de la construcción con una desaceleración que lo muestra con un ritmo de crecimiento interanual de 3,7%.

La demanda interna sigue expandiéndose fuertemente con indicadores sobresalientes, como es el caso de las ventas de supermercados que, en cantidades, aumentó un 16,1% comparado contra el IT 2006. Los bienes importados para consumo aumentaron un 27,1% en el trimestre.

El Índice de precios minoristas ha sido alterado arbitrariamente, acumulando en los primeros cinco meses del año 3,4%. El consumo muestra una robusta dinámica de crecimiento, entre otras causas, muy probablemente, como respuesta al peligroso cambio de expectativas acerca de la estabilidad de precios por parte de las familias.

Los indicadores monetarios apuntalan este argumento ya que la relación M1/PIB alcanzó a 14% en el I Trimestre de 2006 pero actualmente se ubica en 10,8% con la Base Monetaria creciendo al 33% interanual.

La dinámica de la oferta no está tan a tono como en años anteriores. La continuidad del crecimiento sin deteriorar los superávits gemelos se va haciendo insostenible. El año 2007 terminaría con un aumento del PIB del orden de 7,5% dejando un "arrastre" para 2008 de 3,2%

El impulso a la demanda, la regulación y el control de precios han permitido tasas de crecimiento mayores que el producto potencial. La agenda económica para el próximo Gobierno se va haciendo más compleja por las presiones y distorsiones acumuladas sobre los mercados de bienes y servicios, especialmente los públicos. Medidas correctivas tomadas a tiempo, permitirían un "aterrizaje" suave de la economía de Argentina, sin consecuencias severas en términos sociales y económicos.

Directivos	Staff Profesional
José María Dagnino Pastore	Alejandro de Elizalde
Horacio Costa	Sebastián Polito
Juan Begué	Gabriel Alberto Martini
	Javier Devoto

## 1 Producto Potencial

En los últimos cuatro años el crecimiento del PIB de Argentina fue excepcional, permitiendo superar en un 40% el piso de los anteriores cuatro años de recesión (1999-2002). Esta fuerte expansión es el resultado de factores externos e internos que convergieron en un robusto impulso a la demanda agregada, por la fuerte recuperación del consumo, la inversión y las exportaciones, sumándose una importante expansión del gasto público.

El factor clave que permitió el aumento de la oferta fue el margen existente de capacidad instalada ociosa. Actualmente, las posibilidades de crecer por esa vía se han reducido ya que, como puede apreciarse en el siguiente Cuadro, muchos rubros de la industria muestran señales de agotamiento productivo, tales como las industrias de refinación de petróleo, metálicas básicas, papel y cartón y sustancias químicas.

**Cuadro 1: Semáforo Productivo**

Industria	Mar-07		EMI Comparado	
	EMI (Var % ia.)	UCI (% del total)	1er 2006 vs 1er 2005	1er 2007 vs 1er 2006
Refinación de petróleo	8.6	98.6	5.0	5.2
Metálicas básicas	-5.0	92.4	3.7	-8.8
Papel y cartón	5.9	79.9	1.6	3.9
Sustancias Químicas	10.0	76.7	4.8	10.5
Productos del tabaco	8.7	73.8	17.4	-1.6
Productos textiles	0.7	73.0	7.2	3.0
Edición e impresión	7.1	69.7	3.9	5.3
Alimentos y Bebidas	2.0	69.6	6.7	4.9
Caucho y plástico	6.2	65.7	9.0	7.4
Minerales No Metálicos	6.8	63.6	14.5	11.8
Metalmecánica	10.4	58.5	5.2	9.0
Automotriz	20.7	51.7	26.1	22.3

Fuente: DPA Consultores en base a INDEC

El Estimador Mensual Industrial (EMI) de marzo mostró signos de estancamiento (aumento con respecto a febrero de sólo 0,2%, y variación acumulada del primer trimestre del 2007 con respecto al último trimestre de 2006 de 0,3%) con un crecimiento interanual de 7%, mientras que en Abril mostró signos de mejora registrando un incremento del 0,5% con respecto a Marzo y una variación interanual de 6,8%.

Por su parte, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción a abril del corriente año, mostró un aumento de 2,3% respecto al mismo mes del año anterior y una caída del de 3,4% con respecto al pico de julio-06.

Los altos niveles de Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) y la disparidad de la evolución sectorial refuerzan la estimación de un escenario futuro con una oferta potencial más rígida.

**Estimación del Producto Potencial:** de acuerdo a la metodología señalada en el Apéndice A, se ha estimado el Producto potencial de Argentina para el período 1980 - 2006.

Los resultados muestran que el crecimiento promedio del PIB potencial fue de 1,8% anual, mientras que el del PIB observado, aun con las fuertes oscilaciones resultantes de la inestabilidad macroeconómica, fue levemente superior, ubicándose en el 2%.

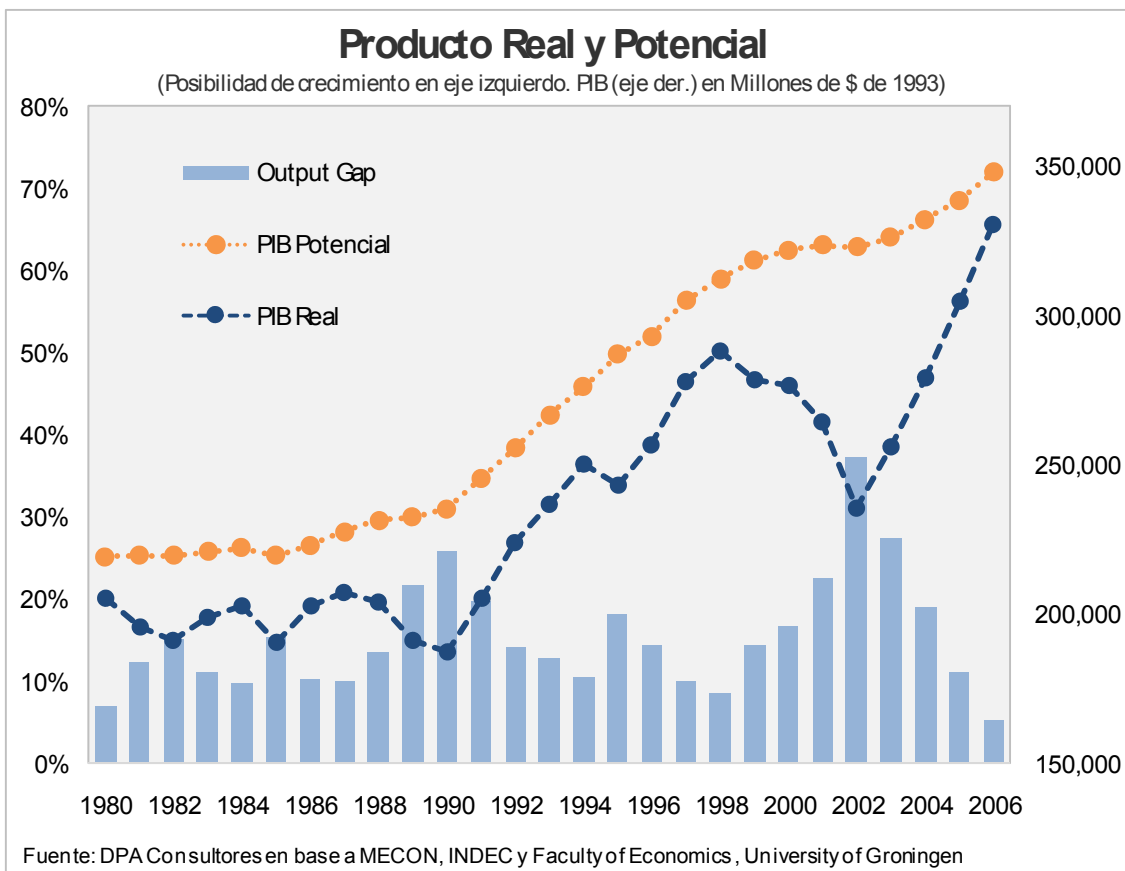
Se pueden distinguir diferentes etapas:

- En la década de los ochenta, el PIB potencial se mantuvo relativamente estancado, con un alza promedio anual de 0,7%.
- En los noventa el PIB potencial creció, en promedio, 3,2% anual.
- La crisis del año 2001 se tradujo en una tasa de crecimiento promedio de sólo 0,4% anual (2001-2003) hasta la recuperación del equilibrio macro consolidada en aquel año.
- Entre 2003 y 2006 el promedio de crecimiento del PIB potencial se elevó al 1,9% anual.

Sin embargo, la economía creció efectivamente, en los últimos cuatro (2003-2006) al 9% anual, y continúa en 2007 a un ritmo del orden del 7%. Es decir, por encima de su potencial de mediano plazo. No es de extrañar que el nivel de actividad presente esté mostrando síntomas de agotamiento productivo y limitando la capacidad del Gobierno para implementar políticas que impulsen la demanda interna, a expensas de distorsiones en los mercados, ya que el impacto sobre la inflación sería cada vez mayor.

**Conclusión.** *Para restaurar el equilibrio macroeconómico y disminuir la tasa de inflación resulta necesario desacelerar la demanda interna y fortalecer el entorno institucional y microeconómico para fomentar la inversión, tema en el cual, de acuerdo a mediciones internacionales, Argentina hoy se encuentra en una situación deficiente, al menos en términos comparativos.*

Gráfico 1



## 2 La agenda económica para el próximo gobierno

El crecimiento de la demanda externa e interna, en forma simultánea, ha inducido al Gobierno a intervenir de manera muy activa en el funcionamiento de los mercados y en la formación de los precios.

Se solucionaron muchos problemas pero se fueron pasando para más adelante, o creando, otros, que ponen en riesgo la prosperidad de los últimos años y la oportunidad que representa, para la economía de Argentina, la excelente situación de los precios de sus exportaciones.

A continuación señalamos aquellos que consideramos más importantes:

**Inflación, precios subsidiados / controlados****Expansión del Gasto Público / Superávit fiscal decreciente**

En el año 2005 la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó a 12,5% anual. A partir de ese año el Gobierno acentuó la implementación de regulaciones y controles de precios, como también el aumento de las retenciones, la restricción y hasta la prohibición de exportaciones y los subsidios en aquellos sectores productores de bienes y servicios con alto impacto en el consumo interno (y en el IPC). Estas prácticas generan distorsiones entre los precios de los bienes no controlados, que suben y de los regulados que se mantiene fijos, lo que acentúa la puja distributiva.

Cabe destacar que las transferencias al sector privado (entre las que se incluyen los subsidios y los Planes Jefas y Jefas) desde 2002 hasta 2006 han crecido a una tasa promedio anual del 19,3% pasando de \$8,695 M a \$17,639 M.

Las consecuencias fueron la distorsión de los precios relativos y el debilitamiento de las condiciones para nuevas inversiones. Por lo tanto, se incentivaron los mecanismos de ajuste de precios fuera de los controles y la inflación siguió aumentando.

Lamentablemente, la respuesta del Gobierno fue cambiar el termómetro en vez de atacar las causas de la fiebre al alterar, de manera ilegítima, las prácticas para la confección del Índice de Precios al Consumidor, básicamente tomando los precios acordados en lugar de los reales.

Con casi un 10% del valor total de la recaudación dependiendo de las retenciones y las altas elasticidades Recaudación / PIB que ha venido presentando la Argentina, en un escenario externo e interno menos expansivo, el Gobierno debería enfrentar un gasto "cuasi" fijo y unos ingresos decrecientes.

En lo que va del 2007, un buen año, el superávit primario creció solamente 4% con respecto al I Cuatrimestre del año anterior, con aumentos de ingresos por 33% y de gastos por 37%. El Gobierno tiene un estrecho margen de maniobra para corregir la tendencia declinante del resultado fiscal, tanto del Sector Público Nacional como de las Provincias. Cabe mencionar, que el gasto "discrecional" del gobierno, es decir aquél que no se realiza automáticamente (como la coparticipación de impuestos) ha aumentado 39,5% en el primer cuatrimestre del 2007 respecto del mismo periodo del año anterior, con un 26% destinado a la Seguridad Social.

*El actual proceso inflacionario no es bueno para el crecimiento ya que, entre otras cosas, altera la toma de decisiones de consumo e inversión e impide el desarrollo del crédito a mediano y largo plazo en condiciones apropiadas para financiar proyectos de inversión. Además, tiende a retroalimentarse poniendo en peligro el precario equilibrio monetario logrado hasta el momento.*

*Encontraremos ejemplos en muchos países (entre otros, Brasil y Chile) que han*

*implementado una política para mantener baja la inflación (metas de inflación) a costa de un menor crecimiento en el corto plazo y que, luego de perseverar en ese rumbo, están alcanzando tasas de crecimiento mayores con estabilidad de precios.*



### **Política cambiaria (tipo de cambio alto) y monetaria (expansiva) Puja distributiva (carrera precios – salarios – insumos)**

Uno de los motores más importantes de la economía local es el sector externo. En efecto, el crecimiento mundial ha generado una demanda creciente y precios en alza de "commodities" que han acumulado, según el índice de materias primas del BCRA, un crecimiento del 90% desde su mínimo en el 2002. Este hecho impulsó la demanda interna, impactando positivamente en la generación de un pronunciado efecto riqueza que impulsó el consumo y la inversión.

Junto con los altos precios de las exportaciones, el Gobierno mantuvo como un pilar fundamental del actual modelo al tipo de cambio nominal alto. La "maxidevaluación" consecuencia de la crisis de 2001/2002 se ha convertido en un instrumento de proteccionismo local dado que, combinada con los controles de precios, ha permitido artificialmente no licuar el "shock devaluatorio" y aplicar impuestos al comercio exterior que equivalen, prácticamente al total de superávit fiscal primario. Todo esto, en un contexto de revaluación de las monedas contra el dólar de nuestros socios comerciales (el real se revaluó 75% desde el año 2003) genera presiones inflacionarias y, en consecuencia, puja distributiva.

El Banco Central interviene en el mercado sosteniendo el tipo de cambio nominal, utilizando instrumentos de esterilización monetaria (colocación de deuda). Esta política presenta, al menos, dos problemas. El primero es que el BCRA no esteriliza el total de la expansión de moneda por la intervención cambiaria, para satisfacer el aumento de la demanda de dinero, lo cual requiere un cálculo muy acertado de la evolución de esta variable para no generar presiones sobre el mercado de bienes derivadas de potenciales excesos de oferta monetaria.

La tasa de inflación alta y creciente que se verificó en la economía de Argentina en los dos últimos años confirmaría que el ritmo de expansión monetaria superó (y lo sigue haciendo) a la demanda, impulsando a la demanda de bienes.

Para la definición de la política monetaria en el futuro, deberá tenerse en cuenta que la demanda de dinero está disminuyendo en términos del PIB y que la acumulación de deuda del BCRA, producto de la esterilización, ya alcanza al 60% de la Base Monetaria en el primer cuatrimestre 2007, con lo cual un cambio de preferencias y /o una mayor demanda de tasa de interés para estos activos financieros, provocaría una fuerte y rápida expansión de la Base Monetaria que realimentaría la dinámica inflacionaria.

La alta inflación ha producido una notable puja distributiva que se manifiesta por las crecientes demandas por aumentos de salarios, jubilaciones y costos operativos.

Un desafío crítico es, entonces, desactivar este mecanismo de alimentación de la inflación. Es de esperar que el próximo Gobierno ponga su energía en frenar las presiones y las expectativas inflacionarias en vez de adulterar sus mediciones, cuyo resultado fue exactamente el inverso al presuntamente pretendido, ya que exacerbó las expectativas de inflación, el consumo y la carrera precios /salarios.



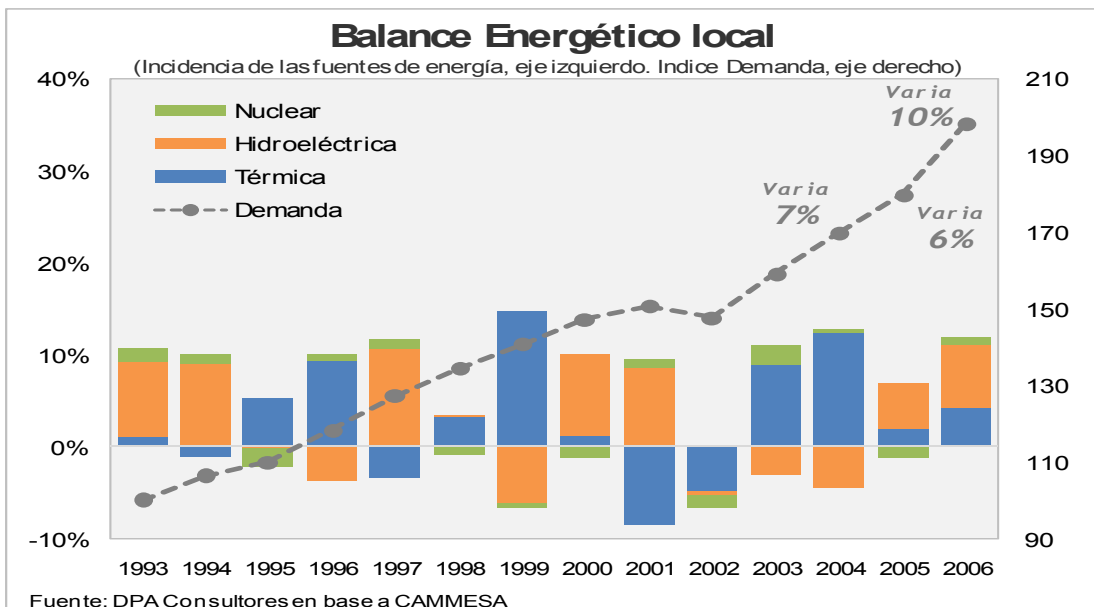
### Mercado energético e infraestructura

La deficiencia en la evolución de la capacidad de generación de energía respecto del crecimiento de la actividad es una clara restricción al crecimiento.

La distorsión impuesta por la regulación de las tarifas y precios de los combustibles provocó que, aun en un periodo de excepcionalmente altos precios internacionales del petróleo y gas, la producción y la exportación de dichos "commodities" se encuentre en niveles muy bajos.

Se verifica una marcada contracción de la inversión por parte del sector privado en la generación y en la extracción de materias primas para la generación de energía que se manifiesta en la deficiente evolución de la capacidad de generación en relación con la demanda.

**Gráfico 2**



El Estado Nacional ha implementado una política de inversión en infraestructura para paliar el efecto de la retirada del sector privado.

En efecto, según datos proporcionados por el Ministerio de Planificación, la inversión en tendido eléctrico alcanzó a \$766Millones en 2007 (habiendo sido nula en 2001/2002). Asimismo, está prevista una partida de \$360 Millones para la construcción de gasoductos y, en el Presupuesto Nacional, se prevén desembolsos por inversiones en energía por \$1,334 Millones, duplicando el importe del 2003.

*La falta de incentivos para la inversión del sector privado ha limitado las capacidades potenciales de crecimiento. Este tema tendrá una importancia creciente en el futuro cercano. Si la generación potencial de energía no logra superar el techo de 3% interanual, no habría factibilidad de que la oferta de energía sustente a una demanda que crece al ritmo del PIB.*

### 3 Resumiendo

A modo de síntesis, se ha construido la siguiente matriz de Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas:

<b>Fortalezas</b>	<p><b>Favorable contexto internacional</b>          (Precios de commodities en alza y tasas de interés bajas)</p> <p><b>Buenos fundamentos macroeconómicos locales</b>          (Superávit gemelos)</p> <p><b>Fuerte acumulación de divisas internacionales</b></p> <p><b>Alto capital político del gobierno</b>          (Inclusión social por mayor empleo, mayores salarios, subsidios, y mejor distribución del ingreso)</p>	<p><b>Desaceleración de la actividad con mayor inflación</b>          (escasa capacidad ociosa, oferta más rígida, demanda interna exacerbada)</p> <p><b>Distorsión de precios relativos</b>          (subsidios, , precios controlados y , regulados, restricciones a la exportación, altos impuestos "distorsivos")</p> <p><b>Expansión exagerada del Gasto Público discrecional. Tendencia a disminución del superávit primario. Ausencia de reformas estructurales en el sector público</b></p> <p><b>Baja calidad institucional</b>          ( desincentivo a la inversión)</p>	<b>Debilidades</b>
-------------------	--	--	--------------------

<b>Oportunidades</b>	<p><b>Ajustes a la política económica luego de las elecciones presidenciales orientado a un “aterrizaje suave”</b></p> <p><b>Mejoramiento de los indicadores sociales</b>          (mejoras en la calidad del trabajo existente)</p>	<b>Amenazas</b>
	<p><b>Ajuste de la economía de los Estados Unidos</b>          (hard o soft landing?)</p> <p><b>Escasez de energía. Balance comercial energético negativo por impuestos distorsivos</b></p> <p><b>Recalentamiento de la economía e inflación como variable de ajuste</b></p> <p><b>Debilitamiento de las “anclas nominales”</b></p>	

**A Apéndice. Metodología para la estimación del PIB Potencial**

Se asumió una única función de producción para toda la economía, del tipo Cobb-Douglas con progreso tecnológico neutral en el sentido de Hicks:  $Y_t = A_t (K_t)^{(1-a)} (L_t)^a$ .

En una primera instancia, se tomó la serie del PBI a precios de mercado de 1993 y se asumió la participación de la remuneración al trabajo en el PBI fija en 0,5381 (a). El stock de capital fue estimado utilizando la metodología de inventario permanente y dicha serie fue recabada del Ministerio de Economía. En el caso del empleo, para captar su variabilidad, se ajustó la cantidad de ocupados promedio de cada año (Ministerio de Economía) por un coeficiente que surge del ratio entre la cantidad de horas semanales efectivamente trabajadas en promedio durante el año y 45 (número considerado el nivel máximo) . Finalmente, la PTF (Productividad Total de los Factores) fue obtenida como residuo.

El paso siguiente consistió en asignar valores de pleno empleo a todos los factores de producción, para luego obtener el PBI potencial. Para el stock de capital se utilizó la misma serie del stock de capital del producto observado. El empleo potencial fue estimado aplicándole a la PEA una “tasa de desempleo de pleno empleo”, cuyo piso fue aumentando con el tiempo hasta alcanzar el 7%. Finalmente, la PTF potencial fue estimada aplicándole el filtro de Hodrick-Prescott, obteniendo una serie “suavizada” a partir de la serie original.