

Edición N° 60

Temario

I) PRINCIPALES DESAFÍOS PARA LA PRÓXIMA ADMINISTRACIÓN

A) LA INFLACIÓN: PRINCIPAL AMENAZA AL MODELO ECONÓMICO

B) EL PROBLEMA ENERGETICO: SEGUNDA AMENAZA AL MODELO ECONÓMICO

C) DETERIORO DEL FRENTE FISCAL: TERCERA AMENAZA AL MODELO ECONÓMICO

D) INTENSIFICACIÓN DE LA PUJA DISTRIBUTIVA: CUARTA AMENAZA PARA EL MODELO POST CONVERTIBILIDAD

E) INSUFICIENTE INVERSIÓN: LA QUINTA AMENAZA

Directores

Rogelio Frigerio
Alejandro Caldarelli

Gestión Administrativa

Claudio Sala
Ángeles Nogués Fores

Staff

Carolina Biagini Majorel
Verónica Sosa
Paulino Caballero
Guillermo Giussi
Pablo Sívori
Mario Sotuyo

I) PRINCIPALES DESAFÍOS PARA LA PRÓXIMA ADMINISTRACIÓN

- Los resultados macroeconómicos han sido el principal activo electoral de la futura presidenta Cristina Kirchner.
- Paralelamente, a diferencia de lo acontecido en los últimos cincuenta años, durante el último lustro nuestra economía ha presentado por primera vez superávit gemelos.
- Las bases del modelo económico han permanecido prácticamente invariables a lo largo de los últimos cinco años.
- El centro neurálgico del actual modelo económico es evitar la apreciación del tipo de cambio real.
- Según el enfoque oficial, una acelerada apreciación real del tipo de cambio generaría un ambiente de gran incertidumbre que atentaría contra el cálculo de la asignación de los recursos e impactaría negativamente sobre el consumo, la inversión y por ende el crecimiento económico.
- El tipo de cambio artificialmente elevado promovería las exportaciones y otorgaría protección natural al sector sustituidor de importaciones, estimulando la producción doméstica y el empleo.
- Por otro lado, el tipo de cambio elevado persigue un tercer objetivo que no es menor: engrosar la caja fiscal.
- Si bien las tasas de crecimiento alcanzadas fueron prácticamente las mismas durante todo el período, los resultados económicos logrados fueron variando a lo largo de los últimos años.
- En el período 2003-2004, el crecimiento económico se basó en la estimulación de la demanda agregada. Sin embargo, los niveles de inflación fueron relativamente bajos, ya que había una importante capacidad ociosa y, por ende, la oferta tenía capacidad de respuesta: la economía ajustaba vía cantidades (más producción) y no vía precios (inflación).
- Por el otro lado, en la última etapa (2005-2007) el crecimiento económico fue acompañado por una aceleración del aumento del nivel general de precios. En este marco, si se hubiese procurado evitar la aceleración de las presiones inflacionarias, habría sido necesario hacerle importantes retoques al modelo económico.
- Básicamente, habría que haber cambiado el sesgo de la política fiscal (contra-cíclica por pro-cíclica) y generado un clima de negocios más propicio para la atracción de nuevas inversiones.
- En este marco, pensamos que la nueva administración continuará básicamente con el actual modelo económico, pero introducirá algunos retoques con el objeto de fortalecerlo para que continúe brindando resultados macroeconómicos positivos durante los próximos cuatro años.
- El contexto internacional seguirá jugando sin dudas a favor de la economía argentina y de la próxima administración, ya que continuará “soplado el viento de cola”.
- Si la próxima administración encara y comienza a resolver la lista de “problemas macroeconómicos” que amenazan la sustentabilidad del actual modelo, hay altas probabilidades que el escenario de los próximos cuatro años presente tasas de crecimiento importantes.

A) LA INFLACIÓN: PRINCIPAL AMENAZA AL MODELO ECONÓMICO

- Más allá de la cosmética estadística a la que recurre el INDEC, es indiscutible que las presiones inflacionarias han aumentado desde 2005 a la fecha.
- La diferencia entre la tasa de expansión de la recaudación del IVA-DGI y la inflación minorista ha aumentado sostenidamente. Teniendo en cuenta que el crecimiento económico ha sido similar, este hecho se explicaría esencialmente por la presencia de crecientes niveles de inflación (hubo mejoras indudables en la administración tributaria, pero que solo pueden explicar parcialmente este fenómeno).

- La política antinflacionaria heterodoxa aplicada hasta ahora, basada en acuerdos y controles de precios, cupos, prohibiciones y retenciones a las exportaciones y precios máximos, ha perdido eficacia con el paso del tiempo. Por tal motivo, el gobierno electo debería recurrir a otras herramientas de política macroeconómica para desacelerar el aumento del nivel general de precios.

B) EL PROBLEMA ENERGETICO: SEGUNDA AMENAZA AL MODELO ECONÓMICO

- El sector energético resulta clave para alcanzar un crecimiento sustentable, ya que una oferta energética insuficiente constituye un impedimento a la expansión económica en el largo plazo.
- En este sentido, el retraso de los precios energéticos desincentiva las inversiones en el sector, lo que profundiza la escasez de recursos y termina afectando el nivel de actividad económica.
- La próxima administración debería encarar un proceso global de ajuste tarifario en todos los servicios públicos, el cual debería aplicarse en forma escalonada (y segmentada de acuerdo con el nivel de ingresos) a lo largo de todo el próximo periodo de gobierno, a fin de suavizar el impacto inflacionario.

C) DETERIORO DEL FRENTE FISCAL: TERCERA AMENAZA AL MODELO ECONÓMICO

- En E&R creemos que el nuevo gobierno electo probablemente modificará el sesgo expansivo y procíclico de la política fiscal, adoptando un manejo fiscal de carácter contra cíclico, orientado hacia la acumulación de superávit primario, vía reducción del ritmo de expansión del gasto primario.
- Teniendo en cuenta el nuevo escenario internacional y la menor entrada de dólares a la economía doméstica, el superávit necesario para mantener genuinamente el tipo de cambio sería menor. Asimismo, considerando los vencimientos de capital e intereses del período 2008 / 2010, el esfuerzo fiscal requerido luce factible.

D) INTENSIFICACIÓN DE LA PUJA DISTRIBUTIVA: CUARTA AMENAZA PARA EL MODELO POST CONVERTIBILIDAD

- Durante la gestión Kirchner se produjo una importante recuperación del poder adquisitivo del salario y, además, un notable crecimiento de la masa salarial, lo que ha motorizado el consumo y el crecimiento económico.
- La actual coyuntura económica requerirá de gran habilidad política para resolver la puja distributiva que se plantea de cara a los próximos meses. En este contexto, la negociación salarial general a comienzos de 2008 será crucial.

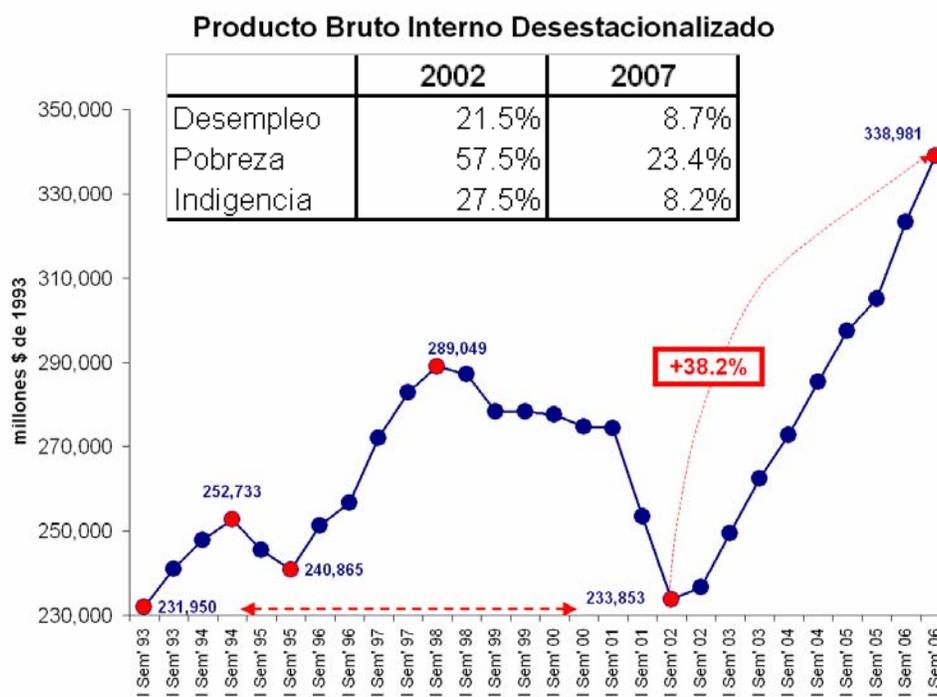
E) INSUFICIENTE INVERSIÓN: LA QUINTA AMENAZA

- El crecimiento de la economía argentina se encuentra basado en la expansión del consumo y no tanto en la inversión, que crece a un ritmo inferior al que sería conveniente para mitigar las crecientes presiones inflacionarias.
- El desafío para la próxima administración es generar condiciones que alienten las decisiones de inversión, de manera que esta se expanda lo suficiente como para que nuestra economía crezca sin presiones inflacionarias. En este sentido, sería conveniente iniciar un proceso escalonado de ajuste en las tarifas de los servicios públicos y establecer nuevos marcos regulatorios de largo plazo, con reglas claras e incentivos a invertir.
- En este contexto, también deberían desarmarse progresivamente todos los esquemas de subsidios cruzados establecidos para paliar la distorsión de precios relativos, con lo que se apuntalaría al mismo tiempo la solvencia fiscal.

D) PRINCIPALES DESAFÍOS PARA LA PRÓXIMA ADMINISTRACIÓN

Cristina Kirchner ganó ampliamente las elecciones presidenciales, superando el 45% de los votos emitidos. **Los resultados macroeconómicos han sido su principal activo electoral.** El PBI del primer semestre del 2007 es un 38.2% superior al del mismo período del 2002 y, la tasa de crecimiento promedio ascendió a 8.8% anual. Se crearon más de 2 millones de nuevos puestos de trabajo, lo cual redujo la tasa de desempleo en 12 puntos porcentuales. El crecimiento permitió además reducir significativamente la pobreza y la indigencia (ver gráfico 1). Paralelamente, a diferencia de lo acontecido en los últimos cincuenta años, durante el último lustro **nuestra economía ha presentado por primera vez superávit gemelos.** En el periodo 2003/2006, el superávit financiero de caja y el superávit comercial, promediaron un 1.66% y un 3.2% del PBI, respectivamente.

Gráfico 1: Los logros del nuevo modelo económico en materia de crecimiento, desempleo, pobreza e indigencia

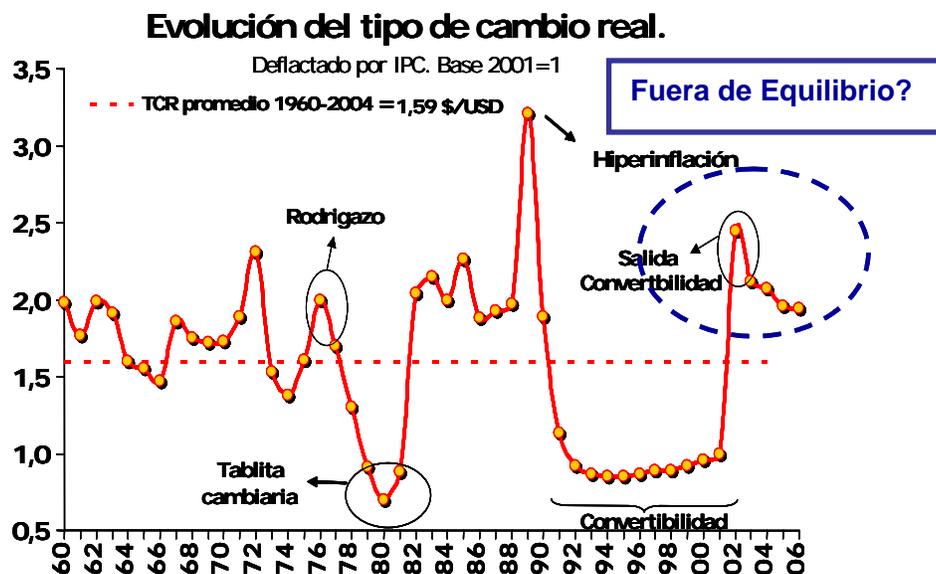


Fuente: E&R en base a MECON.

Las bases del modelo económico han permanecido prácticamente invariables a lo largo de los últimos cinco años. **El centro neurálgico del actual modelo económico es evitar la apreciación del tipo de cambio real.** Desde el discurso oficial, se afirma que un tipo de cambio elevado, es un pre-requisito necesario para sentar las bases de un crecimiento sostenido de largo plazo. Justamente, se argumenta que la volatilidad del tipo de cambio real, ha sido una de las principales razones por las cuales la Argentina no ha podido crecer en forma sostenida durante los últimos 45 años. Según este enfoque, **una acelerada apreciación real del tipo de cambio generaría un ambiente de gran incertidumbre que**

atentaría contra el cálculo de la asignación de los recursos e impactaría negativamente sobre el consumo, la inversión y por ende el crecimiento económico (ver gráfico 2).

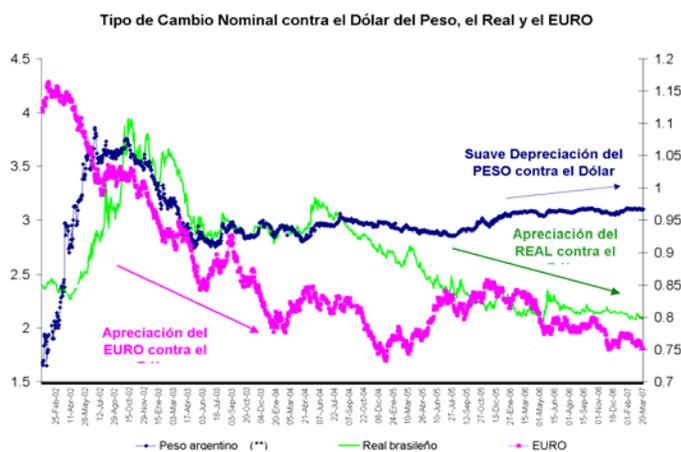
Gráfico 2: Tipo de cambio real de Argentina entre 1960 y 2007

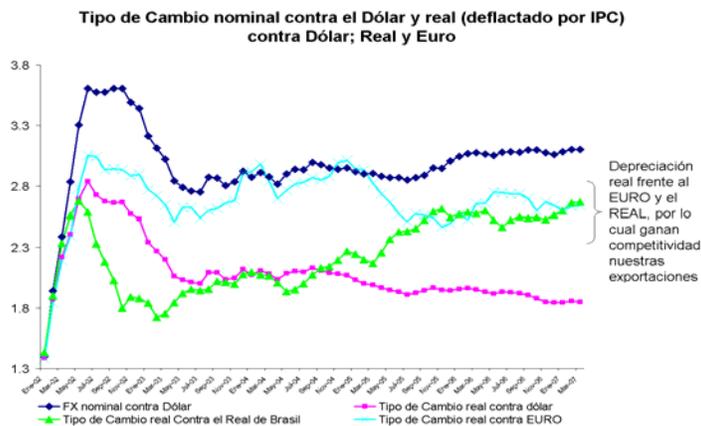


Fuente: E&R en base a MECON.

Con esta política de suave depreciación nominal del peso contra el dólar, se logra una doble devaluación de nuestra moneda respecto a las de nuestros principales socios comerciales (Brasil, Europa, Uruguay y Chile), cuyos signos monetarios se vienen apreciando contra la divisa de EEUU desde hace más de un año. De esta manera, se gana competitividad frente a ellos y se debería estimular nuestras exportaciones y la tasa de crecimiento del PBI (ver gráfico 3).

Gráfico 3: Tipo de cambio para Argentina y sus principales socios comerciales





Fuente: E&R en base a MECON.

En resumen, el tipo de cambio sobre depreciado persigue tres objetivos: los dos primeros ligados al comercio exterior y el tercero con el mercado doméstico. El tipo de cambio artificialmente elevado promovería las exportaciones y otorgaría protección natural al sector sustituidor de importaciones, estimulando la producción doméstica y el empleo. Por otro lado, **el tipo de cambio elevado persigue un tercer objetivo que no es menor: engrosar la caja fiscal.** A través de las retenciones a las exportaciones, el tipo de cambio depreciado incrementa la caja al sector público nacional (las retenciones no se coparticipan a las provincias), que la utiliza para financiar su política fiscal expansiva pro cíclica de estimulación del consumo y de la demanda agregada para generar tasas de crecimiento que no serían sustentables en el tiempo (generan presiones inflacionarias), de mantenerse los niveles actuales de ahorro e inversión.

Si bien las tasas de crecimiento alcanzadas fueron prácticamente las mismas durante todo el período, los resultados económicos logrados fueron variando a lo largo de los últimos años. Hay dos subperíodos bien diferenciados. Por un lado, está el período 2003-2004, donde se creció en torno al 9% con baja inflación y, por el otro, la última etapa, 2005-2007, cuando el crecimiento económico fue acompañado por una aceleración del aumento del nivel general de precios.

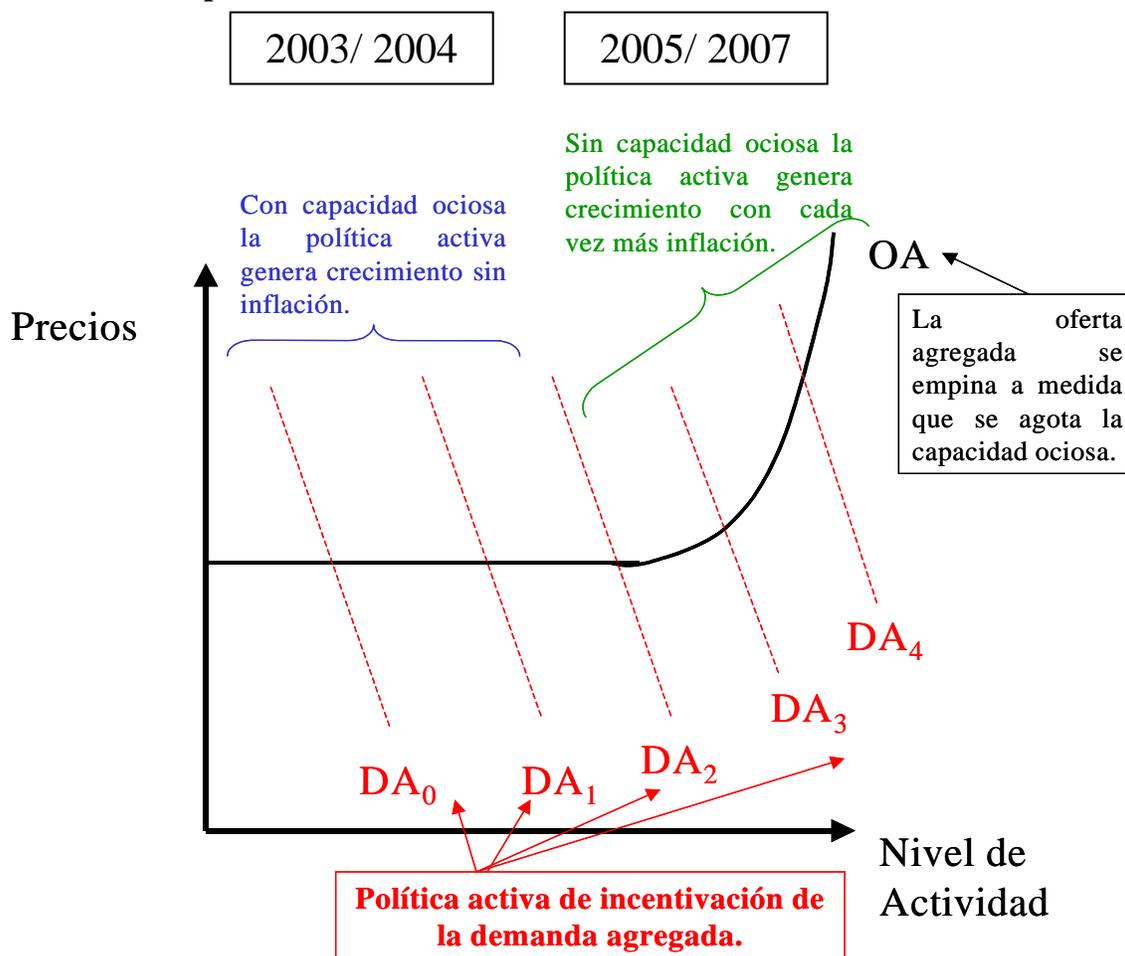
En el período 2003-2004, el crecimiento económico se basó en la estimulación de la demanda agregada. Sin embargo, **los niveles de inflación fueron relativamente bajos, ya que había una importante capacidad ociosa y, por ende, la oferta tenía capacidad de respuesta: la economía ajustaba vía cantidades (más producción) y no vía precios (inflación).**

Sin embargo, en 2005 la inflación minorista se duplicó hasta alcanzar 12.3%¹. Este aumento del nivel general de precios reflejaba que la economía argentina, debido a la caída de los niveles de capacidad ociosa de la industria, comenzaba a ajustar vía precios (inflación) (ver gráfico 3). En este marco, si se hubiese procurado evitar la aceleración de las presiones inflacionarias, habría sido necesario hacerle importantes retoques al modelo

¹ Si se toman los años 2003, 2004 y 2005 en los cuales la inflación minorista fue respectivamente 3.7%, 6.1% y 12.3%, se aprecia que la inflación se fue prácticamente duplicando año tras año.

económico. Básicamente, habría que haber cambiado el sesgo de la política fiscal (contra-cíclica por pro-cíclica) y generado un clima de negocios mas propicio para la atracción de nuevas inversiones.

Gráfico 4: Las etapas del Modelo Post Convertibilidad



Fuente: E&R.

En este marco, se prosiguió con la misma política de estímulo a la demanda agregada procurando generar tasas de crecimiento muy altas. Asimismo, se introdujeron medidas heterodoxas para intentar evitar la aceleración de las presiones inflacionarias. Entre estas, se pueden mencionar: tarifas de servicios públicos congeladas, precios máximos, acuerdos de precios, prohibición a exportar, cupos de exportación, incrementos de las retenciones a las exportaciones, intervención del INDEC, etc.

¿Qué se puede esperar a futuro?

No obstante, haber dejado de lado los retoques al modelo económico, tiene costos que aumentan a medida que transcurre el tiempo. En este marco, pensamos que **la nueva administración continuará básicamente con el actual modelo económico, pero introducirá algunos retoques con el objeto de fortalecerlo para que continúe brindando resultados macroeconómicos positivos durante los próximos cuatro años.** De hecho, el **aumento de las retenciones a las exportaciones** recientemente aplicado por la administración Kirchner es una muestra de esto último. Además de que el incremento a las retenciones se utiliza como herramienta para controlar los precios internos de los alimentos² y de los combustibles, **el otro objetivo perseguido es mejorar la caja fiscal para apuntalar el superávit, ya que el resultado primario y financiero se venía deteriorado peligrosamente durante los últimos meses.**

El contexto internacional seguirá jugando sin dudas a favor de la economía argentina y de la próxima administración, ya que continuará “soplando el viento de cola”. De acuerdo a todas las proyecciones internacionales de diferentes fuentes, se esperan cuatro años con buen crecimiento de la economía mundial y del comercio internacional, lo cual implicaría muy buenos precios para los commodities que exporta nuestro país. En este escenario, **si la próxima administración encara y comienza a resolver la lista de “problemas macroeconómicos” que amenazan la sustentabilidad del actual modelo, hay altas probabilidades que el escenario de los próximos cuatro años presente tasas de crecimiento importantes.**

En el cuadro siguiente se puede apreciar un listado de los principales “problemas económicos” que constituyen una amenaza para la sustentabilidad del modelo económico post Convertibilidad y que la próxima administración debería encarar y resolver para que durante los próximos años se pueda crecer sustentablemente con altas tasas de expansión. Varios de estos “problemas económicos” no sólo están interrelacionados, sino que se potencian entre sí y por ende es imperioso que sean encarados en forma conjunta y coordinada (ver cuadro 1).

² El caso más notorio es el de la soja, que no es consumida en el mercado doméstico y se exporta en su totalidad.

Cuadro 1: Los problemas económicos que la próxima administración debería resolver

Amenaza	Problema	Consecuencias probables de su "no resolución".
1	Aceleración de la inflación	Apreciación real del peso, pérdida de competitividad para las exportaciones, menor protección para los sustituidores de importaciones y menores ingresos para el Estado Nacional.
2	Tarifas energéticas insosteniblemente bajas	Falta de inversión en el sector energético y, por ende escasez de energía, lo que obstaculiza el crecimiento sustentable de la economía.
3	Deterioro fiscal	Menor anca anti inflacionaria. Menos poder de intervención genuina en el mercado cambiario para mantener el tipo de cambio depreciado.
4	Puja distributiva	Incrementos salariales por encima del aumento de la productividad y de la inflación, no podrán ser, en general, absorbidos por las firmas: se trasladarían a precios y terminarían erosionando el poder adquisitivo real, afectando el crecimiento del consumo y del PBI.
5	Insuficientes niveles de inversión	El nivel actual de inversión no es suficiente como para que la oferta de la economía esté a la altura del incremento del consumo, verdadera "locomotora del crecimiento".
6	No hay un verdadero salto exportador. Las exportaciones crecen más "por precio" que "por volumen"	Gran dependencia de los precios internacionales, que son una variable exógena. De cambiar la coyuntura internacional, habría riesgo que el superávit comercial desapareciera y por ende dejarían de entrar divisas netas y el crecimiento terminaría siendo menor.

Fuente: E&R

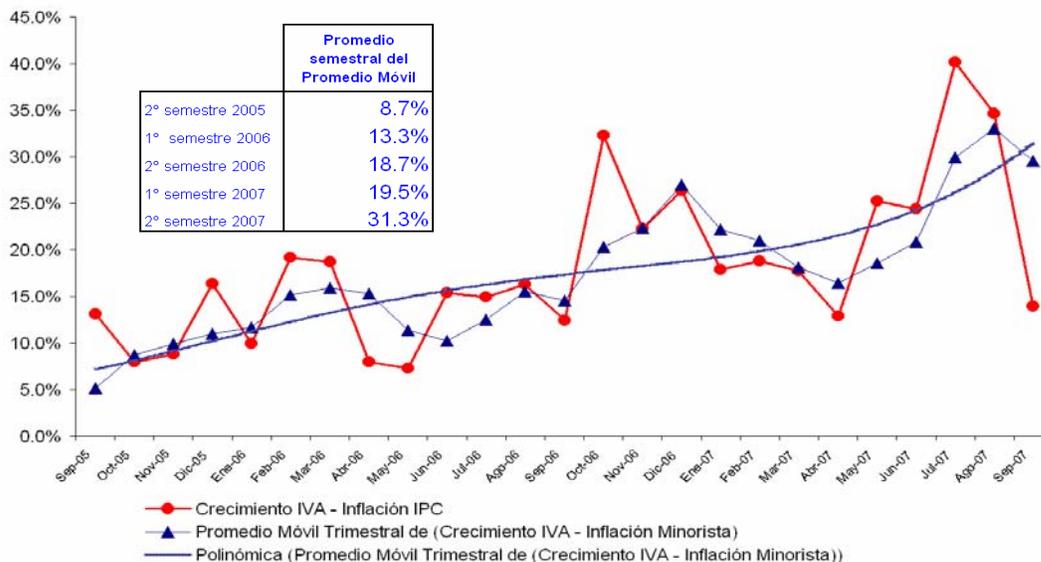
A) LA INFLACIÓN: PRINCIPAL AMENAZA AL MODELO ECONÓMICO

De acuerdo a los datos oficiales publicados por el INDEC, la inflación minorista habría descendido en los últimos años. En efecto, el aumento del IPC trepó al 12.3% anual en 2005, para luego retroceder al 9.8% en 2006. En tanto, en octubre de este año, la inflación interanual asciende al 8.4%, es decir, 2.1 puntos porcentuales menos que en el mismo mes del año pasado (10.5%). No obstante, **más allá de la cosmética estadística a la que recurre el INDEC, es indiscutible que las presiones inflacionarias han aumentado desde 2005 a la fecha.**

A fin de tener una idea aproximada de dicho fenómeno comparemos la tasa de crecimiento interanual del IVA-DGI (excluyendo lo que ingresa por la Aduana) con la inflación minorista. Este ejercicio, se torna aún más relevante cuando se tiene en cuenta que el crecimiento económico ha permanecido prácticamente invariable a lo largo de los últimos años. En el gráfico a continuación, que abarca los últimos treinta meses, se observa que **la diferencia entre la tasa de expansión de la recaudación del IVA-DGI y la inflación minorista ha aumentado sostenidamente. Teniendo en cuenta que el crecimiento económico ha sido similar, este hecho se explicaría esencialmente por la presencia de crecientes niveles de inflación (hubo mejoras indudables en la administración tributaria, pero que solo pueden explicar parcialmente este fenómeno).** Asimismo, al calcular un promedio móvil, con el objeto de eliminar cuestiones de estacionalidad, se aprecia que, en el segundo semestre de 2005, la diferencia entre ambas tasas ascendía a 8.7 puntos porcentuales, mientras que, en lo que va del segundo semestre del presente año, trepa a 31.3 puntos porcentuales.

Gráfico 5:

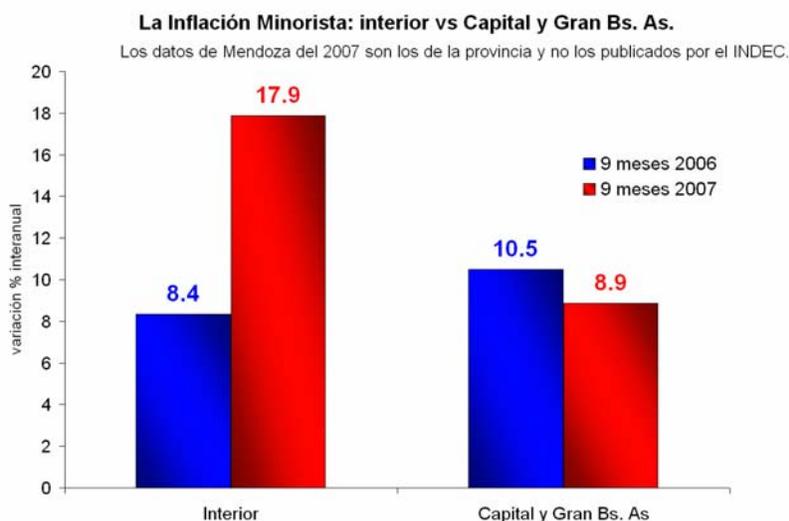
La diferencia entre el crecimiento interanual de la recaudación de IVA y la inflación minorista.



Fuente: E&R en base a INDEC y MECON.

La diferencia que surge al comparar el aumento del nivel general de precios en el interior del país y la inflación medida en la Capital Federal y el Gran Buenos Aires, también indica que las estadísticas del IPC-GBA son, al menos, llamativas. Además, al comparar la inflación de los primeros nueve meses del año con la acumulada en igual período del año pasado, se aprecia que el aumento de precios anualizado se duplicó en las provincias mientras que, en la Capital y Gran Buenos Aires, se redujo (ver gráfico 6).

Gráfico 6:



Fuente: E&R en base a INDEC.

Así, basándonos en información oficial alternativa (por su complejidad es prácticamente imposible que un ente privado pueda sustituir al Estado en la estimación de la canasta de precios), la inflación actual se ubicaría cerca del 15% anual. Esta dinámica en materia de inflación resulta preocupante, más aún considerando que actualmente la economía mundial muestra resultados muy inferiores. Así, en 2007 el conjunto de naciones emergentes tendría una inflación anual en torno al 5.9%, aproximadamente. Además, en los casos particulares de América Latina y África, la misma ascenderían al 5.3% y 6.6%, respectivamente, y tan sólo nueve países (Zimbabwe, Myanmar, Eritrea, Venezuela, Chad, Azerbaiján, Irán, Congo y Etiopía) de un total de ciento ochenta y uno, mostrarían niveles de inflación minorista superiores al 15% anual.

La política anti inflacionaria heterodoxa aplicada hasta ahora, basada en acuerdos y controles de precios, cupos, prohibiciones y retenciones a las exportaciones y precios máximos, ha perdido eficacia con el paso del tiempo. Por tal motivo, el gobierno electo debería recurrir a otras herramientas de política macroeconómica para desacelerar el aumento del nivel general de precios. En otras palabras, se deberían aplicar políticas monetarias y fiscales de carácter contracíclico. La política monetaria debería ser menos expansiva y el gasto debería crecer a un ritmo inferior a la recaudación, a fin de acrecentar el superávit primario.

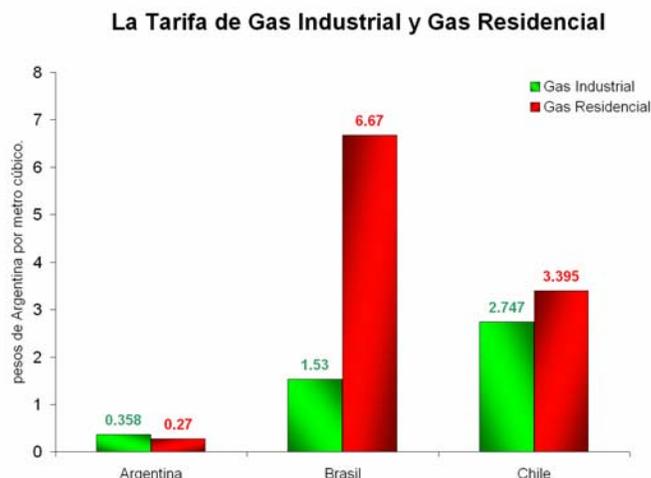
B) EL PROBLEMA ENERGETICO: SEGUNDA AMENAZA AL MODELO ECONÓMICO

El segundo desafío pendiente para la próxima administración es resolver el problema derivado de la escasez de energía. **El sector energético resulta clave para alcanzar un crecimiento sustentable, ya que una oferta energética insuficiente constituye un impedimento a la expansión económica en el largo plazo. En este sentido, el retraso de los precios energéticos desincentiva las inversiones en el sector, lo que profundiza la escasez de recursos y termina afectando el nivel de actividad económica.**

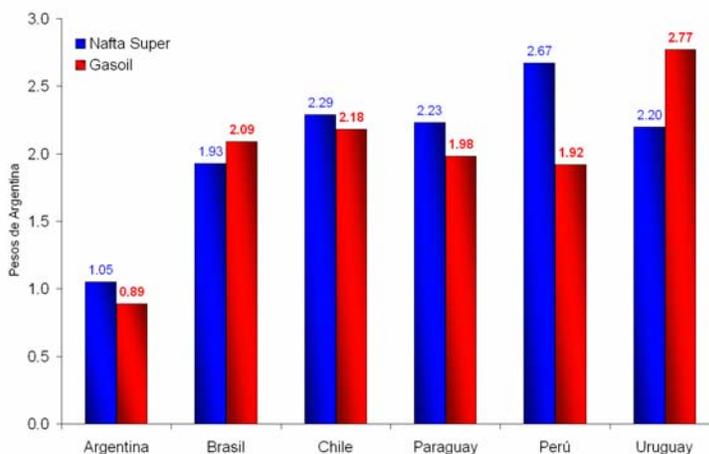
Por otro lado, merece señalarse que existe un importante atraso en los precios de toda la matriz energética. Al analizar los precios sin impuestos, se observa que **en Argentina la nafta especial y el gasoil cuestan, en promedio, menos de la mitad que en Brasil, Chile, Paraguay, Perú y Uruguay.** Además, en nuestro país **la tarifa de gas industrial apenas alcanza al 23% de la vigente en Brasil y al 13% de la tarifa chilena.** En tanto que el atraso en las tarifas para el gas residencial es aún mayor. De hecho, **la tarifa de gas residencial de Argentina es sólo un 4% de la que existe en Brasil y un 7% del precio en Chile.** Al mismo tiempo, **las tarifas argentinas para la electricidad, ya sea residencial o industrial, están entre un 70% y 50% por debajo de las que se cobran en Brasil, Chile y Uruguay (ver gráfico 7).**

En este contexto, **la próxima administración debería encarar un proceso global de ajuste tarifario en todos los servicios públicos, el cual debería aplicarse en forma escalonada (y segmentada de acuerdo con el nivel de ingresos) a lo largo de todo el próximo periodo de gobierno, a fin de suavizar el impacto inflacionario.** En efecto, un aumento tarifario razonable para la electricidad, el agua, el transporte público de pasajeros, los combustibles, el correo y la telefonía, tendría un efecto directo sobre el nivel general de precios del orden del 14% (ver gráfico 7).

Gráfico 7: El atraso de los precios energéticos en Argentina



Precio sin impuestos de la Nafta Super y Gasoil



	Peso relativo en IPC	Aumento Tarifario	Impacto Inflacionario Directo
Electricidad	1.967	75%	1.5%
Agua	0.966	50%	0.5%
Transporte Público Pasajeros	6.377	70%	4.5%
Combustibles y Lubricantes	2.49	90%	2.2%
Combustibles Vivienda	1.873	200%	3.7%
Correo	0.064	50%	0.0%
Teléfono	3.578	40%	1.4%
Total	17.315		13.9%

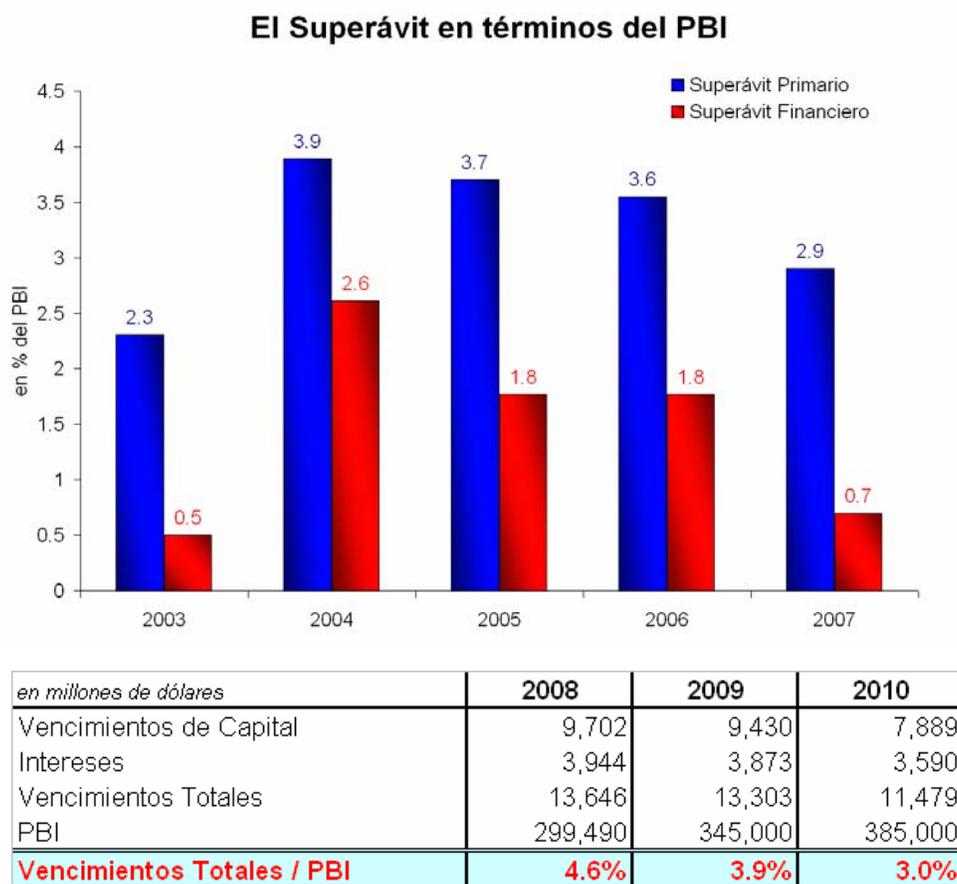
Fuente: E&R en base a datos de mercado.

C) DETERIORO DEL FRENTE FISCAL: TERCERA AMENAZA AL MODELO ECONÓMICO

Si bien la solvencia fiscal y el superávit primario resultan imprescindibles para asegurar sustentabilidad del actual modelo económico, también es relevante el destino que se le da a dichos ingresos. De hecho, es fundamental acumular superávit primario para hacer frente a los vencimientos de capital e intereses (sobre todo en un contexto de volatilidad de los mercados financieros internacionales). Asimismo, **el superávit juega un rol clave en el sostenimiento del tipo de cambio. Cuanto más alto sea el superávit fiscal, mayor será el financiamiento disponible para intervenir genuinamente en el mercado cambiario, comprando el excedente en la oferta de dólares, sin necesidad de recurrir a emisión monetaria por parte del Banco Central.** Por el contrario, cuanto menor sea el resultado fiscal, mayor será la emisión de dinero necesaria para mantener el tipo de cambio, lo que acentúa las presiones inflacionarias y presiona sobre la tasa de interés, dado que la autoridad monetaria debe emitir LEBACs para esterilizar los efectos expansivos de su intervención.

En este sentido, en E&R creemos que el nuevo gobierno electo probablemente modificará el sesgo expansivo y procíclico de la política fiscal, adoptando un manejo fiscal de carácter contra cíclico, orientado hacia la acumulación de superávit primario, vía reducción del ritmo de expansión del gasto primario (ver gráfico 8). Por otro lado, teniendo en cuenta el nuevo escenario internacional y la menor entrada de dólares a la economía doméstica, el superávit necesario para mantener genuinamente el tipo de cambio sería menor. Asimismo, considerando los vencimientos de capital e intereses del período 2008 / 2010, el esfuerzo fiscal requerido luce factible (ver gráfico 8).

Gráfico 8: El superávit del Sector Público Nacional en 2003/2007 y las necesidades financieras en 2008/2010



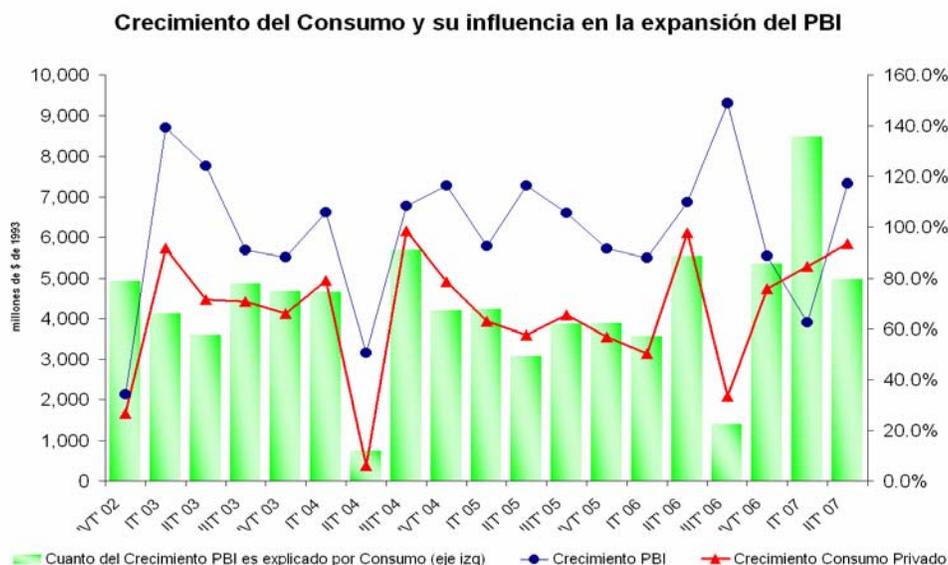
Nota: Se asume una tasa de crecimiento del 5.0% en 2008 y 4.5% en 2009 y 2010. El tipo de cambio es 3.30 en 2008, 3.45 en 2009 y 3.58 en 2010. Los precios implícitos del PBI aumentan 15% en 2008 y 2009 y 12% en 2010.

Fuente: E&R en base a MECON.

D) INTENSIFICACIÓN DE LA PUJA DISTRIBUTIVA: CUARTA AMENAZA PARA EL MODELO POST CONVERTIBILIDAD

El actual proceso de crecimiento económico se sustenta principalmente en el dinamismo del consumo, que explica, en promedio, el 68.4% de la expansión del PBI registrada entre el primer trimestre de 2003 y el segundo trimestre de 2007 (ver gráfico 9).

Gráfico 9: El consumo como motor del crecimiento



Fuente: E&R en base a INDEC.

La dinámica del consumo responde, por un lado, al crecimiento del poder adquisitivo del salario y, por el otro, al aumento del nivel de empleo. Al respecto, cabe señalar que durante la gestión del actual gobierno, la tasa de desempleo se redujo en 9.3 puntos porcentuales, lo que implica que hoy existen 887 mil desocupados menos. Mientras que, en el mismo período, los salarios privados registrados aumentaron un 143.7%, los haberes de los trabajadores privados informales crecieron un 86.8% y los ingresos de los trabajadores del Sector Público subieron un 58.0% (ver gráfico 10). Paralelamente, el aumento de precios acumulado en dicho período asciende al 38.7%. En pocas palabras, **durante la gestión Kirchner se produjo una importante recuperación del poder adquisitivo del salario y, además, un notable crecimiento de la masa salarial, lo que ha motorizado el consumo y el crecimiento económico** (ver gráfico 10).

Gráfico 10: Evolución del poder adquisitivo del salario en 2003/2007



Fuente: E&R en base a INDEC

No obstante, este patrón de crecimiento basado en el consumo y en la recuperación del poder adquisitivo del salario, acentúa las presiones inflacionarias y, en consecuencia, erosiona el poder de compra de los trabajadores.

La actual coyuntura económica requerirá de gran habilidad política para resolver la puja distributiva que se plantea de cara a los próximos meses. En este contexto, la negociación salarial general a comienzos de 2008 será crucial. De hecho, **si el aumento exigido por los sindicatos supera excesivamente las expectativas de inflación futura y el incremento de la productividad, la magnitud del reclamo excedería la capacidad de absorción de la mayoría de las empresas, quienes lo trasladarían total o parcialmente a precios.** En consecuencia, la pérdida de capacidad de compra sería aún mayor, así como también el impacto sobre el nivel de actividad. Por el contrario, si el aumento salarial se limita a la inflación esperada, las demandas salariales serían más reducidas, siendo menos probable que se trasladen completamente a los precios domésticos. Así, la licuación del poder adquisitivo sería menor, favoreciendo la sustentabilidad del modelo en el mediano y largo plazo.

E) INSUFICIENTE INVERSIÓN: LA QUINTA AMENAZA

En los últimos años, coincidiendo con la vigencia de un nuevo modelo de crecimiento, la inversión bruta interna fija ha aumentado su peso relativo en detrimento del consumo privado y del consumo total. De hecho, en el segundo trimestre del año la relación IBIF/PBI asciende al 22.6%, superando el record histórico del 22.0% durante el segundo trimestre de 1998 (ver gráfico 11).

Más allá de la mayor importancia relativa de la inversión en el PBI, no podemos dejar de remarcar que **el crecimiento de la economía argentina se encuentra basado en la expansión del consumo y no tanto en la inversión, que crece a un ritmo inferior al que sería conveniente para mitigar las crecientes presiones inflacionarias.** En este contexto, creemos que para crecer sostenidamente a tasas altas y sin presiones inflacionarias, el ratio IBIF/PBI debería crecer significativamente. A modo de comparación, podemos destacar el caso de Chile, que en los últimos diez años creció a una tasa promedio del 4.0% anual, con un nivel de inversión promedio del 24.2% del producto (en nuestro país la relación IBIF/PBI apenas supera el 22%).

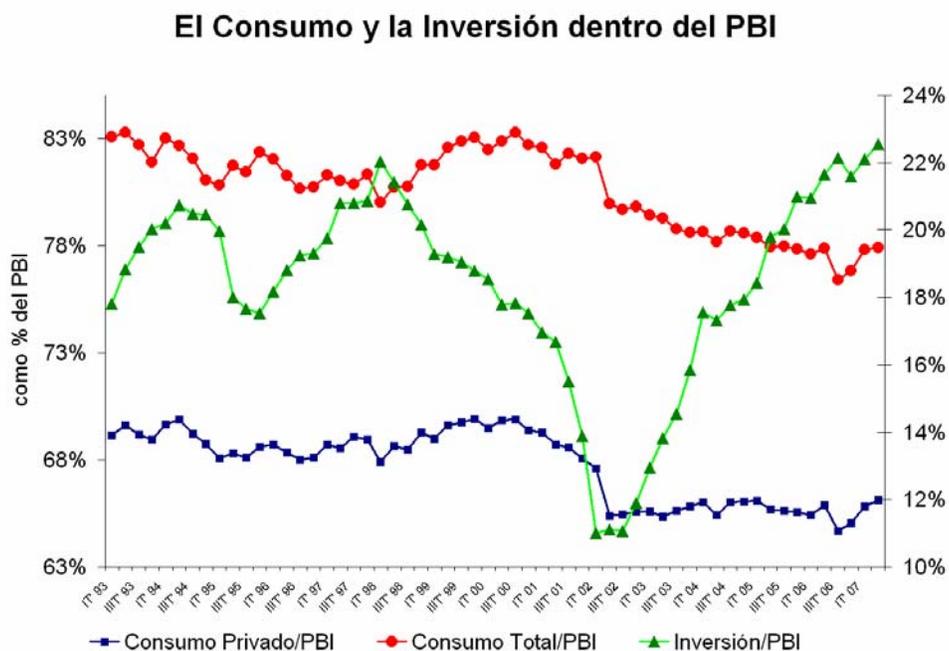
En Argentina la inversión está muy concentrada y hay sectores en los que se ha invertido muy poco durante los últimos años. Entre estos podemos mencionar el sector energético, el transporte, la salud, la educación y algunas grandes industrias, con excepción del sector automotriz, el aluminio y las industrias aceiteras. Del otro lado, entre los sectores con mayores niveles de inversión se destacan el agropecuario, el minero, el turismo y la construcción.

El desafío para la próxima administración es generar condiciones que alienten las decisiones de inversión, de manera que esta se expanda lo suficiente como para que nuestra economía crezca sin presiones inflacionarias. En este sentido, sería conveniente iniciar un proceso escalonado de ajuste en las tarifas de los servicios públicos y establecer nuevos marcos regulatorios de largo plazo, con reglas claras e incentivos a invertir³.

En este contexto, también deberían desarmarse progresivamente todos los esquemas de subsidios cruzados establecidos para paliar la distorsión de precios relativos, con lo que se apuntalaría al mismo tiempo la solvencia fiscal.

³ En este sentido, la seguridad jurídica posee un rol fundamental en el estímulo a la inversión. Asimismo, también sería positivo que se resolviese la situación de hold outs y de la deuda con el Club de París.

Gráfico 11: Participación del la inversión y el consumo en el PBI



	Consumo Privado/PBI	Consumo Total/PBI	Inversión/PBI
Modelo Productivo	65.7%	78.5%	17.4%
Convertibilidad	68.9%	81.9%	19.0%

Nota: series de consumo, inversión y PBI a precios constantes de 1993 y sin estacionalidad.

Fuente: E&R en base a INDEC.

APENDICE MACRO		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (último dato)	
Actividad Económica											
EMI	Var % Interanual	-6,5%	-0,3%	-7,6%	-10,5%	16,2%	10,7%	7,8%	8,3	Septiembre	9,0%
EMAE	Var % Interanual	-3,4%	-0,8%	-4,4%	-10,9%	8,8%	9,0%	9,2%	9,28647	Septiembre	8,5%
PIB	Nominal (MM de \$)	283.523	284.204	268.697	312.580	375.909	447.643	531.939	654.439	I Sem.	758.257
	Nominal (MM de USD)	283.523	284.204	268.697	102.011	129.631	153.059	176.645	212.897	I Sem.	245.430
	Per Cápita (en USD)	8.789	7.967	7.410	2.803	3.527	4.124	4.712	5.623	I Sem.	6.418
	Real (Var % Interanual)	-3,4%	-0,8%	-4,4%	-10,9%	8,8%	9,0%	9,2%	8,5	I Sem.	8,4%
Demanda Doméstica (Consumo + Inversión)	Real (Var % Interanual)	-4,6%	-1,1%	-6,4%	-17,1%	11,2%	11,8%	9,7%	9,6%	I Sem.	9,73%
Consumo Privado	Real (Var % Interanual)	-2,0%	-0,7%	-5,7%	-14,4%	8,2%	9,5%	8,9%	7,8%	I Sem.	8,82%
	% del PIB	69,6%	69,6%	68,7%	66,0%	65,6%	65,9%	65,7%	65,3%	I Sem.	66,22%
Consumo Público	Real (Var % Interanual)	2,6%	0,6%	-2,1%	-5,1%	1,5%	2,7%	6,1%	5,2%	I Sem.	6,41%
	% del PIB	13,0%	13,2%	13,5%	14,4%	13,4%	13,8%	12,3%	11,9%	I Sem.	11,46%
Inversión Bruta Interna Fija	Real (Var % Interanual)	-12,6%	-6,8%	-15,7%	-36,4%	38,2%	34,4%	22,7%	18,2%	I Sem.	13,33%
	% del PIB	19,1%	17,9%	15,8%	11,3%	14,3%	19,2%	19,8%	21,6%	I Sem.	21,18%
Sector Externo											
Tipo de Cambio Nominal (\$/USD)	Fin de Período	1,00	1,00	1,00	3,06	2,90	2,97	2,99	3,06	Octubre	3,15
	Promedio Diciembre	1,00	1,00	1,00	3,09	2,95	2,94	3,01	0,00	Octubre	3,16
Tipo de Cambio Nominal (\$/Euro)	Fin de Período	1,02	0,91	0,90	3,53	3,68	4,06	3,59	4,04	Octubre	4,54
Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM)	Base 2001=1	1,06	1,05	1,01	2,40	2,32	2,41	2,36	2,35	Octubre	2,58
Cuenta Corriente del Bal. de Pagos	MM de USD	-11.949	-8.989	-3.853	9.142	7.839	3.446	5.789	8.096	I Sem.	3.050
	% del PIB (a)	-4,2%	-3,2%	-1,4%	9,0%	6,0%	2,3%	3,8%	3,8%	I Sem.	1,2%
Exportaciones	MM de USD	23.309	26.341	26.543	25.709	29.566	34.550	40.107	46.456	Septiembre	19,0%
Importaciones	MM de USD	25.508	25.281	20.320	8.990	13.833	22.445	28.688	34.151	Septiembre	25,0%
Balance Comercial	MM de USD	-2.200	1.061	6.277	16.720	15.732	12.105	11.419	12.306	Septiembre	-3,1%
Grado de Apertura (expo + impo)	% del PIB (a)	17%	18%	17%	34%	33%	37%	39%	37,9%	I Sem.	35,5%
Deuda Externa	% del PIB	54%	55%	56%	154%	127%	112%	64%	51%	I Trim.	51%
del SPúbNF y BCRA	% del PIB	30%	30%	33%	89%	82%	76%	37%	28%	I Trim.	28%
del SPrivNF	% del PIB	16%	16%	17%	52%	38%	31%	24%	20%	I Trim.	21%
del Sector Financiero sin BCRA	% del PIB	8%	9%	6%	12%	7%	5%	3%	3%	I Trim.	2%
Sector Público Nacional											
Ingresos Totales (s/privatizaciones)	MM de \$	54.839	55.468	50.394	55.079	77.204	105.078	126.388	158.514	Septiembre	19.663
Recursos Tributarios Totales	MM de \$	47.643	49.103	45.403	50.476	72.275	98.285	119.252	150.009	Octubre	17.650
	% del PIB (a)	16,8%	17,3%	16,9%	16,1%	19,2%	22,0%	22,4%	22,9%	I Sem.	22,7%
Gasto Primario	MM de \$	53.963	52.749	48.999	52.823	68.526	87.745	106.761	135.350	Septiembre	16.479
Resultado Primario	MM de \$	876	2.720	1.395	2.256	8.677	17.333	19.623	23.158	Septiembre	3.178
	% del PIB	0,3%	1,0%	0,5%	0,7%	2,3%	3,9%	3,7%	3,5%	I Sem.	3,3%
Resultado Financiero	MM de \$	-4.768	-6.792	-8.719	-4.549	1.805	11.658	9.418	11.623	Septiembre	2.058
	% del PIB	-1,7%	-2,4%	-3,2%	-1,5%	0,5%	2,6%	1,8%	1,8%	I Sem.	1,5%
Deuda Pública (incluye moras)	MM de USD	123.366	129.750	144.222	152.974	178.768	191.296	129.227	136.725	I Sem.	138.315
	% del PIB	43,5%	45,7%	53,7%	150,0%	137,9%	125,0%	73,2%	64,2%	I Sem.	56,4%
Sector Público Provincial											
Recursos Tributarios Propios	MM de \$	11.050	10.870	9.766	10.596	14.332	18.063	21.785	27.292		
Recursos de Origen Nacional	MM de \$	16.446	16.409	15.561	15.217	20.146	28.269	34.521	42.303		
Resultado Financiero	MM de \$	-4.125	-3.313	-6.368	-1.631	1.630	4.953	1.871	678		
Resultado Primario	MM de \$	-2.693	-1.440	-3.943	-153	3.438	6.761	3.814	2.990		
	% del PIB	-0,9%	-0,5%	-1,5%	0,0%	0,9%	1,5%	0,7%	0,4%		
Deuda Pública	MM de USD	16.565	21.348	29.971	20.396	24.029	25.302	25.178	27.309		
	% del PIB	5,8%	7,5%	11,2%	20,0%	18,5%	16,5%	4,7%	4,1%		
Mercado de Laboral (b)											
Tasa de Actividad	En % de la Población	42,7%	42,7%	42,2%	42,9%	45,7%	45,9%	45,9%	46,1%	II Trim.	46,3%
Tasa de Empleo	En % de la Población	36,8%	36,5%	34,5%	35,3%	39,1%	40,4%	41,3%	42,1%	II Trim.	42,4%
Tasa de Desempleo	En % de la PEA	13,8%	14,7%	18,3%	17,8%	14,5%	12,1%	10,1%	8,7%	II Trim.	8,5%
Salarios del S. Privado Registrado	Var % Interanual				16,9%	15,8%	11,0%	26,0%	19,4%	Septiembre	19,1%
Salarios del S. Público	Var % Interanual				0,7%	5,6%	4,3%	12,9%	16,3%	Septiembre	30,0%
Precios											
Consumidor	Var % Interanual	-1,8%	-0,7%	-1,5%	41,0%	3,7%	7,7%	12,3%	0	Octubre	8,4%
Mayoristas	Var % Interanual	1,2%	2,4%	-5,3%	118,0%	2,0%	7,9%	10,7%	0	Octubre	13,2%
Costos de la Construcción	Var % Interanual	-0,3%	-3,3%	-0,4%	40,7%	9,8%	11,7%	21,0%	0	Octubre	21,9%
Materias Primas (IPMP)	Var % Interanual	2,8%	8,9%	-13,4%	25,6%	19,9%	-7,8%	10,5%	18,5	Octubre	45,9%
Sector Financiero											
Reservas Internacionales	MM de USD - Fin de Período	27.831	26.491	19.425	10.485	14.119	19.646	28.077	32.037	Octubre	43.000
Base Monetaria Amplia (c)	MM de \$ - Fin de Período	16.493	15.356	15.412	36.965	46.678	33.825	43.742	51.847	Octubre	59.203
	MM de \$ - prom. Dic.	15.040	14.425	14.693	35.488	46.273	50.537	55.827	50.818	Octubre	59.880
	% del PIB	5,3%	5,1%	5,5%	11,4%	12,3%	11,3%	10,5%	7,8%	I Sem.	7,4%
M2 (d)	MM de \$ - prom. Dic.	31.597	28.768	21.202	45.902	62.400	82.952	103.865	123.576	Octubre	138.444
	% del PIB	11,0%	10,2%	8,6%	13,5%	15,6%	17,6%	18,0%	18,9%	I Sem.	17,7%
M3* (e)	MM de \$ - prom. Dic.	87.058	92.071	76.758	96.983	115.161	145.633	174.401	216.624	Octubre	253.820
	% del PIB	30,4%	32,6%	31,1%	28,6%	28,7%	30,9%	30,2%	33,1%	I Sem.	31,6%
Tasa Plazo Fijo en \$ a 30-44 días	TNA en % al fin Período	10,28	12,26	7,42	20,72	3,59	2,52	4,08	3,96	Octubre	10,84
Tasa Lebac en \$ a 12 M (9M en 02)	TNA en % al fin Período	-	-	-	54,9	8,5	5,90	8,90	11,15	Octubre	n/d

(a) Acumula los últimos doce meses

(b) Incluye Plan Jefas y Jefes de Hogar. Hasta el año 2002, los datos corresponden a la EPH puntal onda octubre. Luego, EPH Continua, cuarto trimestre.

(c) Se define como Billetes y Monedas + Encajes en \$ de los bancos + Cuasimonedas

(d) Se define como Billetes y Monedas + Dep. Ctas. Ctes. (\$) + Dep. Cajas de Ahorro (\$)

(e) Se define como Billetes y Monedas + Dep. Ctas. Ctes. (\$) y u\$s) + Dep. Cajas de Ahorro (\$) y u\$s) + Dep. Plazos Fijos (\$) y u\$s)

M: miles - MM: millones

Variable	Detalle	Jul-07			Ago-07			Sep-07			Oct-07		
		Dato	Var (m/m)	Var (a/a)	Dato	Var (m/m)	Var (a/a)	Dato	Var (m/m)	Var (a/a)	Dato	Var (m/m)	Var (a/a)
Actividad Económica													
EMAЕ	Base '93=100	154,2	0,5%	8,5%	156,3	1,5%	9,2%	156,1	0,9%	8,5%			
Indicadores de Oferta													
Industria (EMI)	Base '97=100	121,8	-2,6%	2,1%	133,6	7,1%	9,7%	133,7	0,2%	9,0%			
UCI en la Industria (var en puntos porcentuales)	Prom. Mens. (en %)	69,2	-3,3	-4,5	75,6	6,4	1,0	78,7	3,1	2,7			
Construcción (ISAC)	Base '97=100	130,0	-3,5%	4,8%	143,1	0,8%	5,9%	137,1	-2,8%	-0,2%			
Indicadores de Demanda													
Ventas en Supermercados	A precios const. '97=100	103,0	1,7%	12,0%	104,2	2,7%	17,6%	107,8	3,3%	21,4%			
Ventas en Shoppings Centers	A precios const. '97=100	213,2	0,4%	20,7%	195,3	2,1%	20,3%	181,4	1,0%	24,8%			
Servicios Públicos (ISSP)	Base '96=100	295,2	-0,5%	17,7%	307,7	4,9%	23,1%						
Indicadores de Confianza													
Confianza del Consumidor (UTDT)	ICC Nacional	50,18	-2,2%	-13,1%	46,61	-7,1%	-16,6%	49,21	5,6%	-16,5%	47,90	-2,7%	-19,8%
Confianza en el Sistema Financiero (UB)	ICSF Base '96=100	27,68	-3,6%	-7,7%	28,42	2,7%	-9,7%	29,01	2,1%	-3,2%	28,30	-2,4%	-8,4%
Confianza en el Gobierno (UTDT)	ICG (mín=0 y máx=5)	2,00	-3,4%	-20,9%	1,86	-7,0%	-22,8%	1,89	1,6%	-23,8%	1,68	-11,1%	-33,9%
Sector Externo													
Tipo de Cambio Nominal (\$/USD)	Fin de Período	3,12	1,0%	1,1%	3,16	1,3%	2,6%	3,15	-0,3%	1,7%	3,15	-0,1%	1,9%
	Promedio del Período	3,11	1,1%	1,0%	3,15	1,3%	2,4%	3,15	-0,2%	1,5%	3,16	0,4%	2,0%
Tipo de Cambio Nominal (\$/Euro)	Fin de Período	4,27	2,1%	8,9%	4,30	0,6%	8,5%	4,49	4,4%	14,1%	4,54	1,1%	15,2%
Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM)	Base 2001=1	2,49	2,7%	4,0%	2,48	-0,6%	3,0%	2,51	1,3%	4,7%	2,58	2,9%	8,6%
Exportaciones de bienes	MM de USD	4.604	2,8%	20,7%	5.023	9,1%	18,5%	4.802	-4,4%	19,0%			
Importaciones de bienes	MM de USD	4.124	15,2%	44,6%	4.607	11,7%	40,4%	3.963	-14,0%	25,0%			
Balance Comercial	MM de USD	480	-46,7%	-50,0%	416	-13,3%	-56,6%	839	101,7%	-3,1%			
Finanzas Públicas													
Recursos Tributarios Nacionales	en MM de \$	17.470	-3,1%	37,7%	17.874	2,3%	37,4%	16.735	-6,4%	31,2%	17.650	5,5%	32,1%
Resultado Financiero Nacional	en MM de \$	1.517	38,4%	-16,8%	888	41,5%	1073,4%	2.058	131,8%	43,3%			
Resultado Primario Nacional	en MM de \$	2.577	11,9%	23,4%	2.718	5,5%	23,1%	3.178	16,9%	43,6%			
Precios													
Consumidor (IPC GBA)	Base '99=100	194,9	0,5%	8,6%	196,0	0,6%	8,7%	197,6	0,8%	8,6%	198,9	0,7%	8,4%
Mayoristas (IPIM)	Base '93=100	312,4	2,3%	11,1%	314,8	0,8%	11,2%	318,0	1,0%	12,6%	321,0	0,9%	13,2%
Costos de la Construcción (ICC)	Base '93=100	269,5	2,7%	20,4%	272,0	0,9%	20,4%	271,9	0,0%	17,6%	283,6	4,3%	21,9%
Materias Primas (IPMP)	Base Dic '95=100 (en US\$)	143,5	4,7%	25,4%	144,6	0,8%	26,5%	158,6	9,7%	41,3%	168,1	6,0%	45,9%
Salarios del S. Privado Registrado	Base IV T '01=100	250,52	1,9%	18,2%	255,29	1,9%	18,4%	259,69	1,7%	19,1%			
Salarios del S. Público	Base IV T '01=100	165,66	3,9%	26,3%	178,36	7,7%	34,6%	178,89	0,3%	30,0%			
Agregados Financieros													
Reservas Internacionales	En MM de USD fin Período	44.202	2,4%	68,4%	43.160	-2,4%	57,5%	42.891	-0,6%	52,9%	43.000	0,3%	47,9%
Base Monetaria Amplia	En MM de \$ fin Período	59.099	2,8%	28,1%	58.945	-0,3%	28,3%	59.062	0,2%	26,5%	59.203	0,2%	26,0%
M2 (Bill. y Mon. + Cajas de Ahorro en \$)	En MM de \$ Prom. Mens.	140.236	4,4%	24,2%	139.347	-0,6%	24,5%	136.805	-1,8%	21,7%	138.444	1,2%	20,7%
M3 (M2 + Plazos Fijos en \$)	En MM de \$ Prom. Mens.	227.110	2,7%	25,5%	230.052	1,3%	25,4%	231.450	0,6%	24,4%	231.863	0,2%	22,5%
Depositos Totales del S. Privado	En MM de \$ Prom. Mens.	139.015	2,4%	26,0%	141.590	1,9%	25,7%	142.521	0,7%	24,7%	143.772	0,9%	23,6%
Préstamos Totales al S. Privado	En MM de \$ Prom. Mens.	88.690	3,9%	39,4%	91.630	3,3%	40,2%	94.841	3,5%	40,5%	95.808	1,0%	36,8%
Tasa Plazo Fijo en \$ a 30-44 días	TNA en % al fin Período	8,37	1.15 p.p.	1.16 p.p.	9,51	1.13 p.p.	2,35 p.p.	9,30	-0,22 p.p.	2,15 p.p.	10,84	1,54 p.p.	3,31 p.p.
Tasa Lebac en \$ a 12 M (9M en 02)	TNA en % al fin Período	10,31	0.06 p.p.	-1.74 p.p.	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d

Var (m/m): se refiere a las variaciones de las series desestacionalizadas.

M: miles - MM:millones