

Vértice



Héctor Paglia
Economista

El contexto internacional y sus riesgos

¿Fin del círculo virtuoso?

Los vaivenes del mercado internacional complican las decisiones futuras

La situación argentina plantea un consenso en lo que a devaluación del dólar se refiere. La causa es bien conocida: «twin déficits» en record histórico. No obstante ello, es muy posible que, aunque en el corto plazo podamos asistir a devaluaciones del dólar, sería razonable pensar que el diferencial de tasas de interés pueda empujar al billete verde hacia una nueva revalorización durante el segundo semestre del año. Tras esto, sólo cabría la devaluación de la moneda norteamericana, reflejando su valor real hacia mínimos históricos.



La mayores amenazas serán políticas

Vértice

Argentina ha sido beneficiada en los últimos años por un contexto internacional muy beneficioso, que explica en gran parte el fuerte crecimiento de su economía, ayudada por la singular caída y posterior rebote tras la crisis de 2001-2002. Sería riesgoso pensar que estas características se mantendrán indefinidamente y no afrontar las cuestiones de fondo que inexorablemente deberían resolverse para que, aprovechando esta coyuntura, se pudieran sentar las bases de un crecimiento sustentable en el tiempo. Veamos qué debemos tener en cuenta en estos momentos y cómo vislumbrar los tiempos por venir. En la economía mundial el desafío está en el crecimiento, es decir, si en el 2006 se seguirá asistiendo a un panorama de crecimiento sostenido. Por ello advertimos sobre cuáles son las perspectivas y los riesgos.

El contexto internacional y sus riesgos ¿Fin del círculo virtuoso?

Por
HECTOR JOSE PAGLIA
Dr. en Ciencias Económicas
Titular de MERCADOS & FINANZAS

En el año 2006, las mayores amenazas para la economía mundial no serán económicas, sino políticas

Todos coinciden en una ralentización de las economías mundiales (PIB), excluyendo Suiza y algunos países de la Unión Europea. Respecto a los tipos de interés, coinciden en que el Europeo Central Bank subirá algo más los tipos de interés (tal vez 2,5%-3,0%), mientras que en lo que se refiere a la FED (Reserva Federal o Banco Central de Estados Unidos), las opiniones son algo más variadas. Unos piensan que la FED estaría terminando su ciclo restrictivo de política monetaria, mientras que los más antagónicos opinan que **Bernanke** deberá subir los tipos al menos hasta el nivel de 5,25%-5,50% este año.

El “maestro” **Greenspan** ha sabido dejar el relevo con la misma incertidumbre que lo mantuvo.

De todas formas, la actuación de la FED dependerá de muchos factores, aunque uno de ellos es especialmente relevante: el petróleo.

Los riesgos en este caso están concentrados en varios frentes: amenazas de Irán de llevar a cabo su política nuclear sin controles, los posibles nuevos futuros sobre el crudo en la bolsa de Teherán en EUR, atentados en Nigeria, pulso político de Venezuela, terrorismo, etc. El recrudecimiento de dichas tensiones podría elevar el precio del crudo a la mítica barrera de los US\$ 100,00.

Otro factor de riesgo, nada despreciable, es el encarecimiento del mercado inmobiliario americano y el ritmo que tendrá la eventual ruptura de la burbuja en dicho sector, aunque no estaría de más recordar que el 75% del PBI americano es el consumo privado, y más del 50% de este proviene, según Merrill Lynch, de la especulación en dicho mercado inmobiliario.



Héctor Paglia
Economista

La posición mayoritaria respecto del mercado de inmuebles es la de una caída gradual, aunque los últimos datos conocidos en EE.UU. revelan una peligrosa aceleración en dicha caída.

En lo referente a divisas, existe consenso en lo que a la devaluación del dólar se refiere. La causa es bien conocida: «twin deficits» en récord histórico. No obstante ello, es muy posible que aunque en el corto plazo podamos

asistir a devaluaciones del dólar, sería razonable pensar que el diferencial de tasas de interés pueda empujar al billete verde hacia una nueva revalorización durante el segundo semestre del año. Tras esto, no habría que esperar otra cosa que la devaluación de la moneda norteamericana, reflejando su valor real hacia mínimos históricos. La emisión de futuros sobre el crudo en EUR en Teherán podría acelerar fuertemente dicho proceso.

Los Commodities serán, una vez más, al menos en gran parte de este año, claros ganadores pero con mucha volatilidad. Esto se debe a la enorme demanda asiática y a factores específicos, como el oro o el mantenimiento de las tasas de interés reales negativas en la economía americana. Por eso, y por el simple hecho de que el oro está considerado como «refugio de valor», como el Franco Suizo en momentos bélicos, la onza ha tocado niveles superiores a US\$ 700,00 para después caer a US\$ 550,00.

PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE P.B.I. EN PORCENTAJES

PAISES / AÑOS	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
E.E.U.U.	0,8	1,6	2,7	4,2	3,6	3,4	3,4
JAPON	0,4	0,1	1,8	2,3	2,5	1,7	1,6
G. BRETAÑA	2,2	2,0	2,5	3,2	1,7	1,9	2,5
EURO-ZONA	1,9	1,0	0,7	1,8	1,5	2,2	1,7
ALEMANIA	1,2	0,1	-0,2	1,6	0,9	1,8	1,3
FRANCIA	2,1	1,3	0,9	2,1	1,6	2,1	1,8
ITALIA	1,7	0,4	0,4	1,0	0,2	1,3	1,2
SUIZA	1,0	0,3	-0,3	2,1	1,9	2,1	1,3
RUSIA	5,1	4,7	7,3	7,2	6,0	5,5	4,5
MEXICO	-0,2	0,8	1,4	4,4	3,0	3,5	3,0
ARGENTINA	-4,2	-10,9	8,8	9,0	8,5	6,0	3,0
BRASIL	1,3	1,9	0,5	4,9	3,0	3,5	3,0
CHINA	7,9	8,3	10,0	10,1	9,8	9,0	8,0
INDIA	5,1	4,1	8,6	6,9	7,5	7,0	7,0

FUENTE: ELABORACION PROPIA EN BASE A DATOS DEL FMI Y BM.

Latinoamérica ha aumentado sensiblemente su riesgo, precisamente por las expectativas políticas. Es muy difícil repetir los mismos resultados que el año pasado en cuanto a su performance anterior. Además, el spread de riesgo de crédito está en niveles mínimos históricamente hablando, es decir, la diferencia en términos de rentabilidad entre un bono brasileño y uno americano, en dólares, bajó a niveles mínimos. Por otra parte, países como India, Taiwán, China, Rusia, junto a otros de Europa del Este, ofrecen perspectivas de crecimiento interesantes. Pero dependerá de si su consumo interno es capaz de paliar la previsible caída del consumo americano.

Dentro del contexto mundial antes descrito ¿qué está sucediendo en nuestra economía?

En general, podemos decir que el Gobierno Nacional continúa llevando adelante una política fiscal expansiva, que se traduce en mayor gasto público con un componente de gran peso relativo, y que se vincula con el otorgamiento de aumentos salariales. La pauta para éstos últimos ha sido del 19%, guarismo que está por encima del ritmo de crecimiento de la productividad.

En lo que respecta al gasto primario, se ha expandido a un ritmo interanual del 28%, con sesgo alcista con respecto al PBI. A ello hay que adicionar, hacia futuro, las perspectivas de incrementos en la inversión pública, gastos no previstos y el costo fiscal de la moratoria previsional para aquellos que, no habiendo efectuado aportes en el pasado, puedan regularizar esa situación y obtener el beneficio jubilatorio.

Este costo se estima en \$ 1.200 millones anuales durante la vigencia de la moratoria, y de \$ 3.600 millones anuales al finalizar la misma. Con este panorama, aun si se moderara la política monetaria, se va a tornar muy difícil mantener la inflación en niveles del 1% mensual, como parecería ser la situación confortable para el Gobierno.

La política monetaria ha comenzado, precisamente, a dar señales de ajuste. La suba de encajes sobre depósitos a la vista desde el mes de abril, junto con la absorción de pesos por la vía de emisión neta de letras, más la cancelación anticipada de descuentos por parte de las entidades financieras que recibieron esos préstamos durante el año 2002, está generando una menor liquidez en el mercado que se traduce en un aumento de las tasas de interés.

A ello también contribuye el hecho que los préstamos al sector privado -la componente más dinámica-, están creciendo a una tasa del 38% anual,

Continúan los aumentos de las tasas impulsados por la FED



Los analistas están confiados en que los tipos de interés no subirán más allá de agosto... aunque con cautela. La Fed reitera que seguirá vigilando las tensiones inflacionistas y que sus decisiones dependerán de los datos económicos, como viene diciendo hace meses.

El cambio en el comunicado que la Fed emitió tras la 17ª alza consecutiva de la tasa, no parece demasiado importante: solamente modificó la forma de decir que «más incrementos pueden ser necesarios», enfatizando que «la ralentización del crecimiento de la demanda debería facilitar el relajamiento de las presiones inflacionistas con el tiempo».

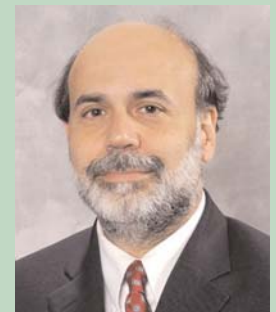
Pero estos cambios son muy significativos, e indican claramente que los aumentos de tasas no irán más allá de agosto, al menos de momento. Luego, si el crecimiento sigue fuerte y la inflación se vuelve a acelerar, podría haber más alzas. Así lo cree la mayoría de los analistas. Y, desde luego, así lo cree el mercado, que reaccionó con un aumento eufórico como no se veía desde hace tres años.

Ian Shephersdson, de High Frequency Economics, expresó una frase en la que también ha cambiado el lenguaje de la FED: «Los indicadores recientes muestran que el crecimiento económico se está moderando», frente a la expresión: «el crecimiento económico ha sido bastante fuerte este año» que encabezaba el comunicado de mayo. Además, destaca que la Fed cree que las ganancias de productividad siguen sujetando los costos laborales y las expectativas inflacionarias.

Por su parte, John Ryding, del banco de inversión Bear Stearns, cree que la Fed subirá por última vez las tasas hasta el 5,5% en agosto, y que después mantendrá ese nivel «durante un largo tiempo». Stephen Gallagher, de Société Générale, coincide en que la Fed va a dejar de subir las tasas, y considera que el reciente incremento de la inflación se debe a los mayores precios de alquileres de viviendas, y no al traspaso a los bienes y servicios del aumento de la energía y las materias primas.

Para Stephen Stanley, de RBS Greenwich, la Fed actuará en función de los datos: «Tenemos un mes de datos por delante, las cifras de junio del IPC y el PCE (índice de precios del gasto de consumo personal), antes de la reunión del 8 de agosto. Parece que un aumento que no supere el 0,2% en la tasa subyacente, acompañado por una ralentización del PIB del segundo trimestre generará una pausa; un guarismo superior de la inflación subyacente determinaría un nuevo incremento».

No obstante, siempre hay voces discrepantes. Joshua Shapiro, de MFR, considera que los tipos de interés alcanzarán el 6% a mediados de 2007, por un crecimiento moderado pero persistente y creciente presión sobre la inflación subyacente ■



Ben Bernanke



que duplica la tasa a la que crecen los depósitos totales (19%).

El agregado monetario que monitorea el Banco Central (M2: depósitos a la vista y depósitos en caja de ahorro), retornó a los niveles de mediados de diciembre, luego de la suba estacional observada en el verano. Ello implica que el agregado se encuentra en el mínimo de la banda establecida por el Banco Central. El impacto de la relativa escasez se observa en diversas tasas que muestran una tendencia ascendente. En el mismo sentido, ajustó el promedio de tasas pasivas pagadas al público, que pasaron de un promedio de 4,74% anual en diciembre a 6,40% en abril.

Las compras de divisas por parte del Central permitieron elevar las reservas de la institución a poco más de US\$ 22.000 millones a fines de abril, estimándose que la política de compras permitirá arribar a unos US\$ 27.000 millones para fines de 2007. Si

bien ese nivel es inferior al de fines de 2005, antes del pago al FMI (US\$ 28.100 millones), los vencimientos de deuda, incluyendo el pago del cupón atado al PBI que debe realizarse a fin de año, reducen el stock final de reservas al nivel antes señalado. El promedio de reservas del 2006 permitiría cubrir 8.5 meses de **importaciones**.

Así las cosas, el Gobierno recurrió y, seguramente lo profundizará en el futuro, a medidas intervencionistas para moderar el componente de las expectativas en el proceso inflacionario: suspensión de exportaciones de carne, control de los esquemas de costos en la industria, obligación de solicitar autorizaciones para cambios de precios, etc. La situación de costos salariales crecientes y controles de precios cada vez más estrictos, plantea la duda sobre cuál será el efecto en el mediano plazo.

Estas dudas se profundizarán si los precios internacionales no se si-

guen comportando como hasta ahora y, además, los incrementos salariales sin mayor productividad y disminución del superávit fiscal afectarán los niveles de inversión. Este proceso no se presentaría en su real dimensión durante 2006 de no mediar algún acontecimiento internacional de gravedad; sí comenzará a mostrar sus efectos promediando el 2007, y podría significar la pérdida de una oportunidad muy importante de dar sustentabilidad al crecimiento de la economía argentina.

Concluyendo, podemos señalar que, ante un panorama internacional que puede devenir en adverso para nuestra economía, y teniendo en cuenta que internamente no se visualizan políticas consistentes de mediano y largo plazo, es muy factible que en un futuro no muy lejano asistamos a un cuadro de situación económica con menor crecimiento, menor inversión, menor empleo, menor nivel de actividad, deterioro en la calidad de los servicios e inflación creciente ■

El Banco Nación se encuentra a la vanguardia en lo que respecta a marketing bancario, con el diseño de un producto inédito en el mercado latinoamericano, que se refiere a la financiación de compras realizadas con Tarjeta de Débito.

La operatoria es sencilla: el cliente realiza una compra abonando con tarjeta débito "Maestro" del Banco Nación, y a partir de ese momento, tiene 30 días corridos para solicitar telefónicamente al banco que se le restituya el importe de la compra a su cuenta, y que la operación se convierta en una financiación de hasta 9 meses de plazo.

El Banco Nación desarrolló un "Call Center de Línea 0800" exclusivo para esta operatoria y está trabajando para que en poco tiempo la restitución del importe de compra y financiación pueda solicitarse por home banking y/o cajero automático.

Algo importante a tener en cuenta es que la utilización del producto no hace perder al usuario los beneficios de comprar con tarjeta de débito, pues seguirá aprovechando los precios de contado, el reintegro del 5% de IVA y los puntos canjeables por premios del "Programa Beneficios". Sin perjuicio de ello, se pueden financiar esas compras en hasta 9 cuotas.

Nuevo producto del Nación



La acreditación del dinero en la cuenta es inmediata. El monto mínimo de financiación es de \$ 100. Por ahora, la tasa es 16,90% TNA, con más una comisión del 0,5% sobre cuota pura, y una suma extra por el seguro de vida sobre saldo deudor. Pueden adherirse a esta nueva modalidad de pago quienes tienen "Cuentas Sueldo" en el banco, los empleados del Banco Nación y de las empresas del Grupo Nación.

Para ello, deben acercarse a la sucursal en la que tienen radicada su "Cuenta Sueldo" e inmediatamente se les asignará un límite de financiación para la operatoria de hasta el 50% del sueldo.

Se estima que actualmente están en condiciones de acceder a

este producto unos 482.000 individuos, ya que el banco tiene 466.000 clientes a los que les acreditan sus sueldos en cuenta y, además, la entidad financiera cuenta con 16.000 empleados, es decir que el mercado cautivo es relevante.

Se estima desde la conducción de la entidad, que el nuevo producto presentado se ha de transformar en un punto de referencia significativo para el mercado, influyendo en las decisiones de posicionamiento del resto de la banca del sistema ■