

INFORME DE INFLACIÓN



Banco Central
de la República Argentina

Primer Trimestre de 2006



INFORME DE INFLACIÓN

**Banco Central
de la República Argentina**

Primer Trimestre de 2006

Banco Central de la República Argentina

Enero 2006
ISSN: 1668-0561
Edición electrónica

Reconquista 266
Capital Federal, Argentina
C1003ABF. Tel.: 4000-1207
www.bcra.gov.ar

El contenido de esta publicación puede
reproducirse libremente siempre que se cite
la fuente. Para comentarios o consultas:
analisismacro@bcra.gov.ar



Prefacio

La Carta Orgánica del Banco Central establece en su artículo tercero como “misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda”. El mandato es claro: preservar el poder adquisitivo de la moneda no es otra cosa que bregar por la estabilidad de precios de todos los bienes de la economía. Estabilidad de precios entendida como un ritmo de inflación tan bajo, estable y predecible, que es ignorado por los agentes económicos al momento de tomar sus decisiones de ahorro, inversión y consumo.

Para cumplir con ese mandato fundamental el Banco Central debe esforzarse no sólo en comprender de la manera más completa posible el proceso de formación de los precios y anticiparse así a las tendencias inherentes de la inflación, sino también comunicar el resultado de ese esfuerzo de la manera más clara y transparente. El Informe de Inflación apunta a la consecución de ambos objetivos.

El Informe de Inflación puede ser leído de tres formas diferentes dependiendo de la profundidad que desee otorgarle cada lector. Una comprensión acabada del pensamiento del BCRA acerca de la evolución futura de la economía y de los precios, así como de la agenda en materia de política monetaria se puede encontrar en la Visión Institucional. Una lectura de la misma junto con la Síntesis de cada una de las Secciones permite al lector capturar la esencia del informe con un mayor grado de detalle. En forma complementaria, se sugiere la incorporación a esta hoja de ruta de los Apartados, en los cuales se abordan diferentes temas de interés particular en cada una de las ediciones del informe. La lectura del documento completo brinda el desarrollo pormenorizado y fundamentado de cada uno de los temas tratados.

La fecha de cierre estadístico de este informe fue el 5 de enero, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de diciembre de 2005. La próxima publicación del Informe de Inflación, correspondiente al segundo trimestre de 2006, será el 26 de abril a través de internet.

Buenos Aires, 26 de enero de 2006





Contenido

I. Visión Institucional.....	7
II. Contexto Internacional	11
Apartado 1. La inserción de China en la economía mundial: desafíos y oportunidades	19
III. Actividad Económica.....	21
IV. Empleo y Salarios.....	31
V. Sector Externo	36
Apartado 2. Los subsidios agrícolas y el Programa de Doha para el Desarrollo	42
VI. Finanzas Públicas.....	44
VII. Política Monetaria y Mercado de Activos	52
Apartado 3. Programa Monetario 2006	58
Apartado 4. El pago al FMI y la política de acumulación de Reservas Internacionales	66
VIII. Inflación.....	68
Apartado 5. El Índice de Precios al Consumidor Nacional.....	74
IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)	76
Resultados del REM. Semana del 4 de Enero de 2006.....	79
Glosario de Abreviaturas y Siglas.....	80



I. VISIÓN INSTITUCIONAL

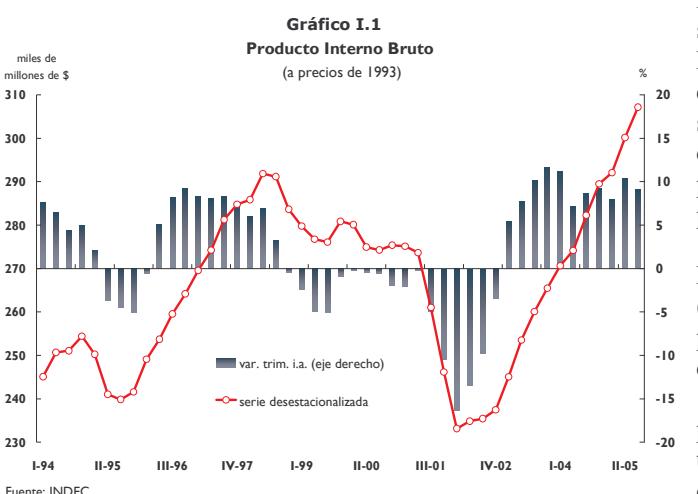
El ritmo de crecimiento económico continúa siendo elevado y no se observan signos de desaceleración. A la fuerte expansión registrada en los primeros tres trimestres del año pasado, cuando el PIB aumentó en promedio 9,2% interanual (i.a.), se suma el muy buen desempeño de los indicadores adelantados del cuarto trimestre, que permiten anticipar para este último período una nueva expansión del Producto similar a la de los trimestres previos. Así, en 2005 la economía habría acumulado un crecimiento promedio en torno a 9%, que dejaría un arrastre estadístico superior a 3% para 2006, proyectándose que en el corriente año el Producto aumente más de 6%.

Por el lado del gasto, la expansión sigue siendo liderada por el favorable comportamiento que muestra la absorción interna. El Consumo Privado se ve favorecido por la expansión de la masa salarial real, derivada del incremento del empleo y las remuneraciones, a lo que se agrega la fuerte expansión del crédito. Por su parte, la dinámica de la Inversión está sustentada en el sostenido repunte de la Construcción y en la incorporación de Equipo durable al proceso productivo. Con una demanda interna y externa en alza, la estrecha capacidad ociosa que muestran varios sectores económicos, sumada a la mejora observada en el acceso al crédito y el lanzamiento de incentivos fiscales, continúan presentando un escenario propicio para el desarrollo de inversiones productivas.

El significativo crecimiento de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) en 2005, por encima del resto de la economía, habría permitido una nueva expansión del *stock* de capital, a una tasa cercana a 3%, que resulta superior a la registrada en el período 1990-2001 por primera vez desde la salida de la crisis. A su vez, para 2006 se proyecta que la Inversión continúe aumentando a una tasa elevada, para alentar así una ampliación adicional del *stock* de capital y alcanzar un nivel en términos del Producto similar al registrado en 1998. Si bien la brecha del Producto continúa reduciéndose, la expansión observada recientemente en el *stock* de capital estaría determinando un importante incremento del PIB Potencial, similar al evidenciado por el Producto.

Como corolario del pronunciado ritmo de expansión de la actividad económica, el mercado de trabajo continúa mostrando sensibles mejoras. La información disponible del cuarto trimestre indica que la economía continuó generando puestos de trabajo (en gran medida formales), que habría inducido un nuevo descenso de la Tasa de Desocupación, que terminaría 2005 cercana a 10%. En 2006, teniendo en cuenta las proyecciones de crecimiento económico y una elasticidad empleo-Producto similar a la registrada en el segundo semestre de 2005, las variables ocupacionales seguirían evolucionando favorablemente, previéndose que la Tasa de Desocupación logre ubicarse en niveles de un dígito.

En este contexto, los salarios reales continuaron recuperándose, acumulando un alza superior a 7% en el transcurso de 2005. El impulso estuvo dado principalmente por el sector privado formal en el marco de la implementación de los resultados de las negociaciones colectivas.

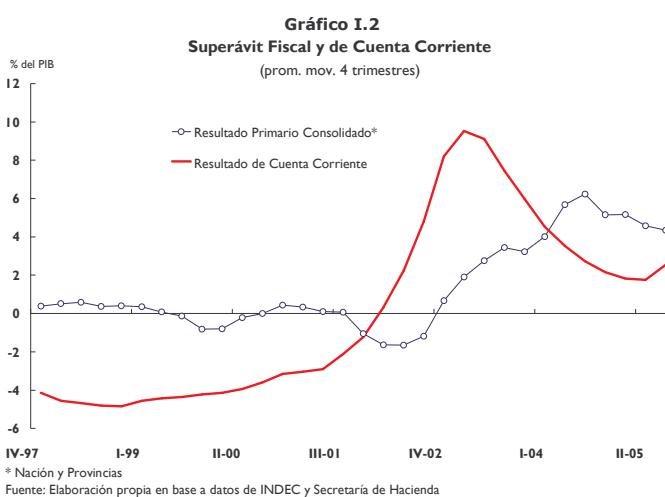


El significativo crecimiento económico es acompañado y sustentado por la solidez que presentan las cuentas externas y fiscales. La Cuenta Corriente habría finalizado el año pasado con un superávit de 2,8% del PIB, apoyado principalmente en la evolución del saldo de la Balanza Comercial de Bienes, que ascendería a 5,5% del Producto aproximadamente, fruto del muy buen desempeño de las exportaciones.

En 2006 se espera que la Cuenta Corriente registre un superávit de 2,4% del PIB, teniendo en cuenta que las ventas externas seguirían creciendo. Este favorable desempeño tendría lugar pese a que la exportación de productos agropecuarios no se vería favorecida en el corto plazo por los avances que eventualmente puedan darse en materia de subsidios y barreras al comercio en la Ronda de Doha, luego del resultado de la última reunión ministerial de la Organización Mundial de Comercio (OMC; ver Apartado 2). Así, el superávit de Cuenta Corriente todavía resultaría elevado, a pesar de la fuerza y persistencia de la recuperación del ingreso nacional, e indica que el cierre de la brecha externa no constituye una preocupación, lo que contribuye a reforzar la solvencia externa del país.

Las finanzas públicas continuaron evolucionando positivamente en 2005, apoyadas en la recaudación tributaria nacional, que en términos nominales aumentó 21%. El año pasado finalizó así con un superávit primario nacional que podría haber superado 3,5% del PIB, a pesar de la recomposición del gasto primario, que creció 25% i.a.. Aunque el superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) en términos del PIB fue inferior al registrado en 2004 (3,9% del PIB), resultó suficiente para cubrir el pago de los intereses y de parte de las amortizaciones de la deuda pública, logrando además que el Sector Público siga sin ser factor de expansión de la Base Monetaria (BM). Para este año el Presupuesto Nacional 2006 prevé un superávit primario de 3,3% del PIB, al que se sumarían los recursos destinados al Fondo Anticíclico Fiscal, por lo que el resultado final podría incluso superar al del año pasado. Así, el principal desafío desde la perspectiva de las finanzas públicas en 2006 estaría dado por la composición del financiamiento de parte de las amortizaciones de la deuda pública nacional.

El contexto internacional sigue resultando favorable para Argentina, teniendo en cuenta el sostenido crecimiento económico que muestran los principales socios comerciales y los elevados precios que presentan las materias primas, explicados en parte por la creciente demanda de China (ver Apartado 1). La economía mundial se habría expandido 4,3% el año pasado y crecería en torno a 4% este año, principalmente impulsada por Estados Unidos y China, mientras que la economía brasileña mostraría un crecimiento en torno a 3,5% en 2006, aproximadamente 1 p.p. superior al de 2005. Asimismo, en relación al precio del petróleo, en los últimos meses del año pasado se observó una reducción del riesgo asociado a un brusco aumento de las cotizaciones, a pesar de que todavía continúa en niveles elevados y podría subir un nuevo escalón en 2006. Por otro lado, se prevé que el proceso alcista de la tasa de interés de referencia en Estados Unidos estaría llegando a su fin, permaneciendo en niveles bajos en términos históricos. De todos modos, entre el resto de los factores de riesgo todavía subsiste el asociado a la expansión del déficit de Cuenta Corriente





de Estados Unidos y la forma en que se realizará la corrección de los “desequilibrios globales”, además de una posible reducción abrupta de los precios de los activos.

En un contexto de disminución de la brecha del Producto y crecimiento económico récord, en el último trimestre del año los precios minoristas acumularon un aumento algo mayor al registrado en el trimestre previo. El alza mensualizada del cuarto trimestre fue 1%, tanto en el Gran Buenos Aires como en el interior del país, para acumular en todo 2005 una inflación entre puntas de 12,3% (ver Apartado 5).

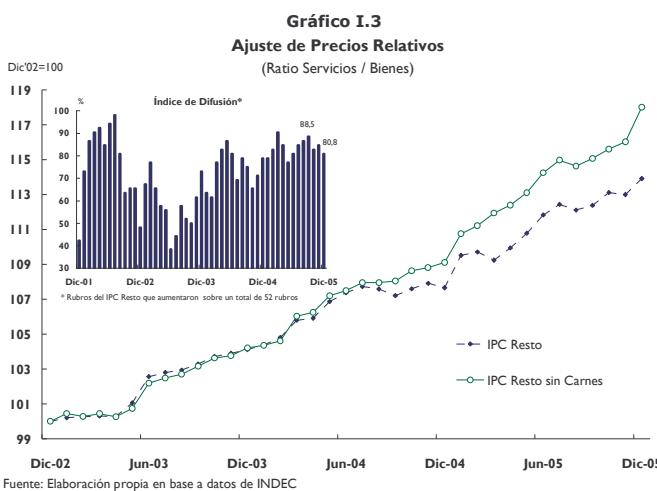
En el cuarto trimestre los componentes volátiles y/o estacionales del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se desaceleraron en la medida en que se moderaron los factores de oferta que previamente habían ajustado al alza la trayectoria de los precios de frutas y verduras. Por su parte, los precios regulados mostraron una leve suba, aunque sin generar presiones significativas sobre el índice general. Así, el mayor incremento de precios observado en el tramo final del año obedeció fundamentalmente a la dinámica del IPC Resto (representativo de inflación subyacente), que aumentó en promedio 1,2% mensual.

Sobre el IPC Resto operaron aumentos puntuales en sectores de servicios (colegios privados, medicina prepaga, televisión por cable), lo que reflejaría la continuidad de la recomposición de precios relativos en la economía. A ello se adicionó el incremento registrado en el precio de la carne, que si bien era esperado, estuvo principalmente influido por la puesta en marcha de medidas tendientes a suavizar el actual ciclo ganadero. Sin embargo, en sus fundamentos el alza de precios responde al hecho de que en los últimos años este sector (al igual que muchos otros) amplió sus mercados externos, en un marco en que la recuperación de la demanda interna tiende a presionar sobre los precios sectoriales.

La Canasta Básica Alimentaria (CBA) se vio afectada por la suba en el precio de la carne y la elevada difusión presentada por los demás alimentos que componen el IPC, acumulando en la segunda mitad del año un alza de 8,8%, con una fuerte aceleración en octubre y noviembre. Frente a estos aumentos el Gobierno tomó una serie de medidas que apuntaron a reducir el tipo de cambio de exportación de ciertos productos, a través de la suba de Derechos y eliminación de Reintegros a la Exportación. Adicionalmente, se fomentaron acuerdos para reducir precios en las grandes bocas de expendio, que apuntan a actuar sobre las expectativas, abaratar productos de primera necesidad y alentar que las rebajas sean seguidas por otros comercios minoristas.

Así, a través de los acuerdos alcanzados a fines de 2005 el Gobierno busca que los precios de los alimentos y otros productos moderen su ritmo de incremento, comportamiento que ya se observó en diciembre, cuando la CBA detuvo su tendencia ascendente previa.

Teniendo en cuenta la dinámica de los precios, el BCRA continuó con la política de control de la expansión monetaria que viene llevando a cabo desde principios de 2005. Asimismo, las tasas de interés de referencia del BCRA subieron en el trimestre 75 puntos básicos (p.b.) para las operaciones de pasos y las tasas de los instrumentos de menor duración en el mercado primario de LEBAC





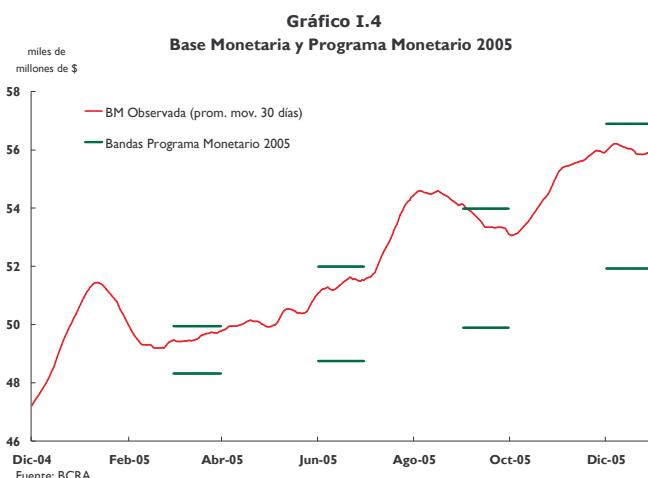
aumentaron alrededor de 60 p.b., totalizando en el año un incremento de 400 p.b.. Tanto la tasa de interés del mercado interbancario, como la de depósitos a plazo fijo y la de préstamos a corto plazo, se movieron generalmente en consonancia con las establecidas por el BCRA como referencia de corto plazo.

La reducción de la expansión monetaria se hizo sin descuidar la política prudencial de acumulación de Reservas Internacionales, cuyo efecto expansivo sobre la BM fue compensado por la cancelación de redescuentos que habían sido otorgados durante la crisis de 2001 y el efecto contractivo que tuvieron las operaciones del sector público. Esta política de acumulación de Reservas Internacionales constituye un resguardo para limitar el impacto en la economía interna de los cambios bruscos en el contexto internacional. La mayor flexibilidad y autonomía que otorga la acumulación de activos externos quedó claramente ilustrada por el hecho de que el *stock* de reservas alcanzado posibilitó tomar la decisión de cancelar anticipadamente la totalidad de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI; ver Apartado 4).

La cancelación de este pasivo implicó un desembolso de US\$9.530 millones. El nuevo monto de Reservas continúa ubicándose en niveles adecuados, particularmente si se tiene en cuenta que el ingreso de capitales que se estima para 2006, sumado a otros factores favorables esperados, permiten proyectar una oferta de divisas significativa para los próximos meses. Más allá que la posición financiera continúa siendo favorable, Argentina mantiene superávit fiscal y de Cuenta Corriente que fortalece el sistema financiero y garantiza que se continúen generando divisas.

Para 2006, el BCRA elaboró un Programa Monetario acorde con esta fase del ciclo económico, basado en metas cuantitativas del agregado monetario M2 en pesos (ver Apartado 3). Las proyecciones del Programa prevén que la inflación subyacente muestre una desaceleración entre puntas en relación a la observada en 2005, para ubicarse en un rango entre 8% y 11%. Esta estimación, en la que existe acuerdo con el Ministerio de Economía y Producción, no incluye ajustes de tarifas ni cambios importantes de precios de productos regulados y/o semiregulados. Asimismo, el Programa prevé que el BCRA continúe con la política de acumulación de Reservas Internacionales a través de la absorción de parte del superávit del mercado de cambios, estrategia que se verá favorecida por la conformación del Fondo Anticíclico Fiscal.

Al respecto, la diagramación de una política monetaria consistente, necesariamente deberá ser acompañada por una política fiscal que enfatice la disciplina mantenida hasta el momento, sumada a una política de ingresos que contribuya a anclar las expectativas inflacionarias, de manera de lograr que la inflación subyacente se vaya desacelerando a lo largo de 2006. En este sentido, el BCRA seguirá centrando el uso de sus herramientas de política en coadyuvar a acotar las expectativas de inflación hacia niveles consistentes con la estabilidad de precios de mediano plazo.





II. CONTEXTO INTERNACIONAL

II.1 Síntesis

El contexto internacional aún luce favorable para Argentina. En los últimos meses de 2005 se destacó el descenso del riesgo asociado a la evolución del precio del petróleo, aunque la cotización de la materia prima se mantiene elevada y podría registrar un incremento adicional en 2006. Entre otros factores de incertidumbre sobresalen la expansión del déficit de Cuenta Corriente en Estados Unidos y la forma en que se realizará la corrección de los “desequilibrios globales”, la continuación del ciclo alcista de las tasas de interés y la posible existencia de una “burbuja” en los precios de los activos, particularmente en el mercado inmobiliario de Estados Unidos. En este escenario, el mercado espera que la economía global se haya expandido 4,3% en 2005 y se incremente algo menos de 4% en 2006, cifra elevada en términos históricos. En EE.UU. el PIB se habría incrementado 3,6% en 2005 y crecería algo menos este año, en tanto que la economía de Brasil se habría expandido 2,4% el año pasado y se aceleraría hasta 3,5% en 2006. La economía de la zona Euro se mantiene estancada con una expansión en torno a 1,5% y el nivel de actividad en Japón continúa recuperándose.

La inflación mundial continúa estrechamente ligada a la evolución del precio del petróleo. Los precios máximos históricos de la materia prima alcanzados en agosto y septiembre impulsaron fuertes variaciones interanuales en los índices de precios de las principales economías, pero luego se desaceleraron reflejando shocks relativamente temporarios y con poco efecto sobre la inflación subyacente. En EE.UU., la inflación core se mantuvo en niveles bajos y el índice de precios subyacente del PCE se desaceleró hasta 1,8% interanual (i.a.) en noviembre, permitiendo al mercado prever el fin del proceso alcista de la tasa de los Fed Funds, actualmente en 4,25%. En la zona Euro, la inflación interanual se mantuvo durante el segundo semestre por encima de la meta (2%), impulsando al Banco Central Europeo (BCE) a elevar su tasa de interés de referencia a 2,25%, luego de mantenerla estable en 2% desde junio de 2003. Por su parte, la inflación en Brasil se aceleró hacia fin de año, pero habría finalizado 2005 claramente por debajo del límite superior de la meta inflacionaria (7%). Así, el mercado espera que el Banco Central de Brasil (BCB) continúe reduciendo la tasa Selic y la lleve hasta 15% a fin de 2006.

Los precios de las materias primas todavía se sitúan en niveles históricamente elevados y mantendrían una tendencia firme durante 2006, en un marco de creciente demanda mundial, especialmente de China. Por otro lado, en un contexto de mejora de los fundamentos macroeconómicos de los países de América Latina, los flujos de capitales hacia la región seguirían aumentando este año, tras el marcado incremento de 2005.

Con todo, Argentina enfrentaría en 2006 un contexto económico internacional que continuaría siendo favorable, con elevado crecimiento económico mundial y la proximidad del fin del proceso alcista de las tasas de interés internacionales, permaneciendo en niveles que no serían elevados en términos históricos.

Gráfico II.1
Producto Interno Bruto
(var. i.a.)

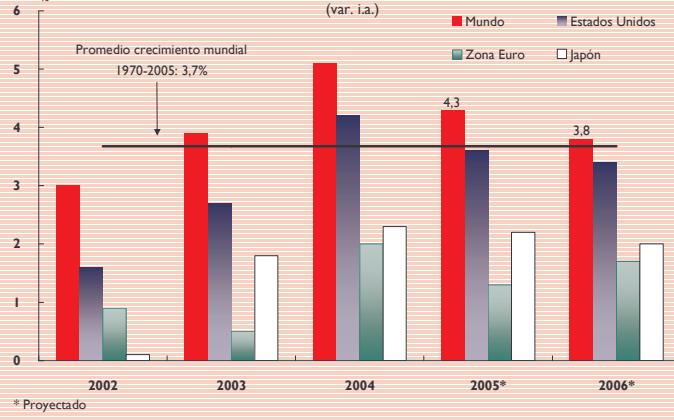
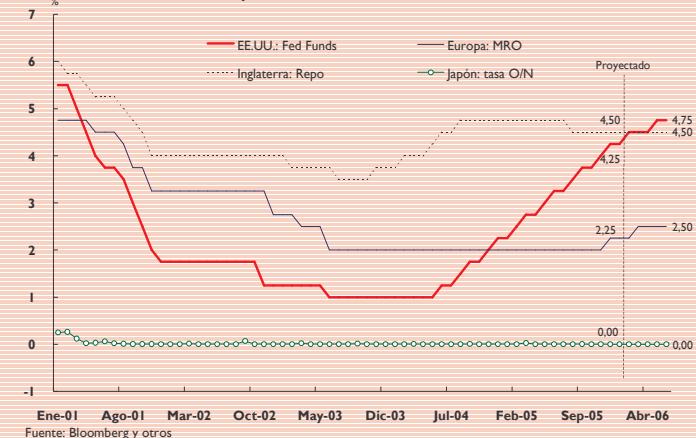


Gráfico II.2
Principales Tasas de Interés de Referencia

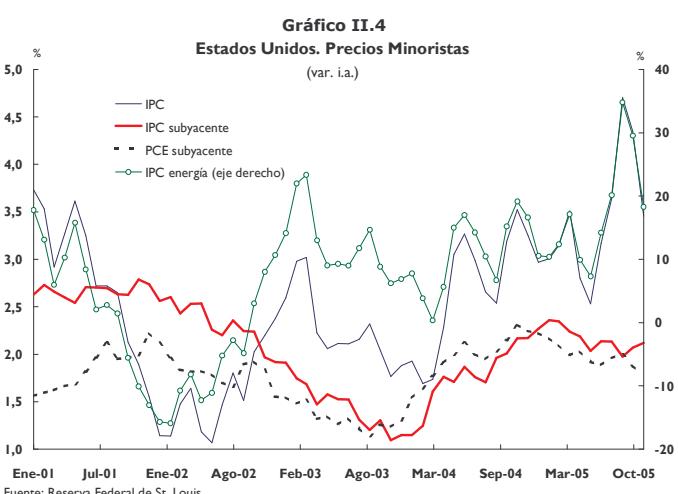
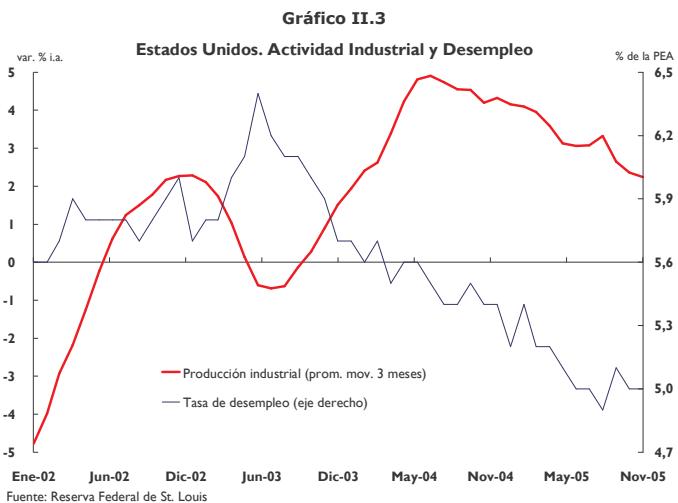


II.2 Estados Unidos

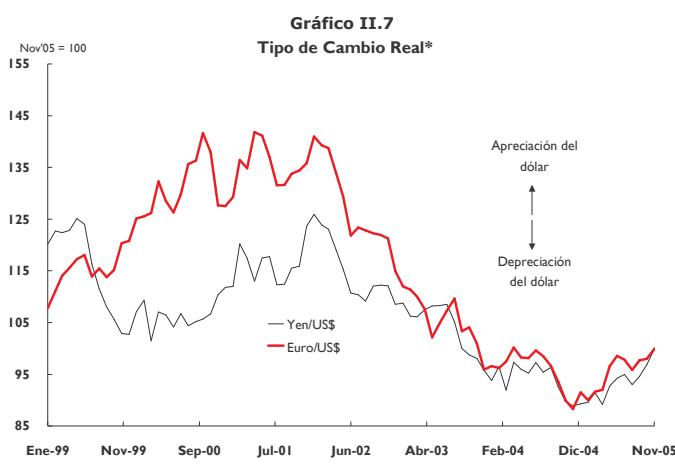
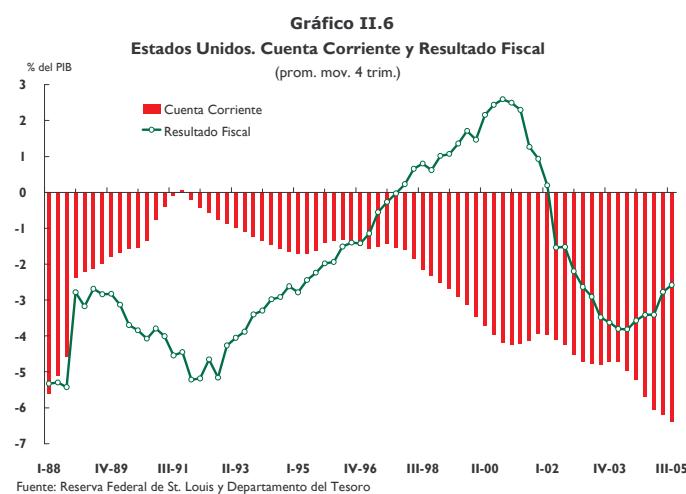
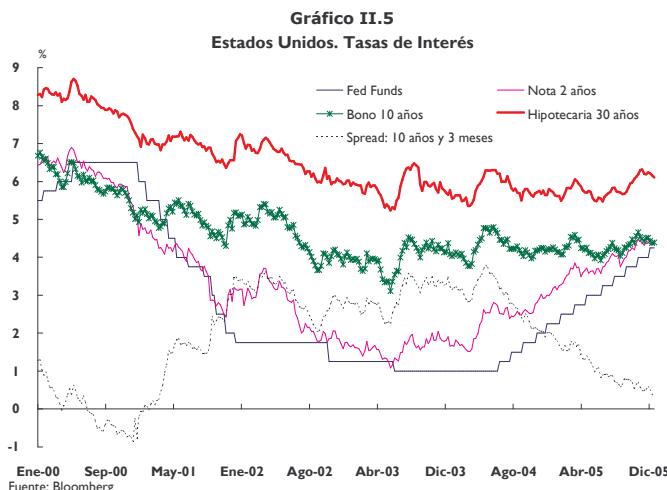
La economía de Estados Unidos mostró un crecimiento sólido en la segunda mitad de 2005 y en el tercer trimestre el PIB recuperó vigor con una expansión de 4,1% anualizada sin estacionalidad (s.e.), en relación con el trimestre previo. El Consumo Privado generó la principal contribución al incremento del PIB seguido por la Inversión, mientras que la variación de inventarios volvió a incidir negativamente, aunque en menor proporción que en el segundo trimestre. Las Exportaciones Netas (XN) provocaron una contribución negativa luego de haber incidido positivamente el trimestre anterior. Por otro lado, con precios de la energía en niveles todavía elevados, el mercado redujo en los últimos meses su estimación de aumento del Consumo Privado y ahora espera que la economía se haya expandido a una tasa anualizada cercana a 3% en el último trimestre del año. De este modo, el PIB se habría expandido 3,6% en 2005, indicando además que las disruptivas en el nivel de actividad generadas por los huracanes que afectaron el sur de EE.UU., habrían sido temporarias. En 2006 la economía se desaceleraría ligeramente (incremento del PIB de 3,4%), aunque igual exhibiría una expansión superior al promedio de los últimos veinte años. Así, EE.UU. continuaría liderando el crecimiento de las economías avanzadas en un marco donde la zona Euro y Japón se expanden a tasas muy moderadas. En este sentido, el hecho de que el crecimiento mundial esté fuertemente ligado a la evolución de las economías de Estados Unidos y China podría generar un riesgo internacional adicional.

En un marco de fuerte actividad económica, la creación de empleo en los últimos dos meses de 2005 se aproximó al promedio del primer semestre, luego de alcanzar un mínimo en septiembre. En noviembre la economía norteamericana creó 215.000 nuevos puestos de trabajo, destacándose el incremento en la construcción, y la tasa de desempleo se mantuvo estable en 5% (ver Gráfico II.3). Esta recuperación del empleo se reflejó en la fuerte suba en la confianza de los consumidores, que alcanzó el nivel registrado previo a los huracanes, debido a que el impacto económico resultó ser menor al previsto y que los precios de los combustibles mostraron un retroceso desde el nivel récord de agosto. En tanto, los costos laborales unitarios aumentaron 2,7% interanual (i.a.) en el tercer trimestre, mostrando una desaceleración respecto a la primera mitad de 2005, aunque subiendo considerablemente más que durante los cuatro años anteriores.

Luego de la suba del tercer trimestre asociada al encarecimiento de los precios energéticos, la inflación retrocedió fuertemente en el cuarto trimestre, siguiendo la caída del precio del petróleo. En efecto, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró en noviembre un incremento de 3,5% i.a., luego de haber aumentado 4,7% i.a. en septiembre. Sin embargo, la inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, se mantuvo contenida en los últimos meses, siendo 2,1% i.a. en noviembre, luego de haber llegado a 2,4% i.a. en febrero, y habría registrado una variación similar en diciembre (ver Gráfico II.4). Además, el índice de precios subyacente del PCE¹, que tendría mayor relevancia para las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal, comenzó a desacelerarse y subió 1,8% i.a. en noviembre, mostrando el menor incremento del año. A pesar de la evolución favorable de la



¹ Índice de precios del *Personal Consumption Expenditure*.



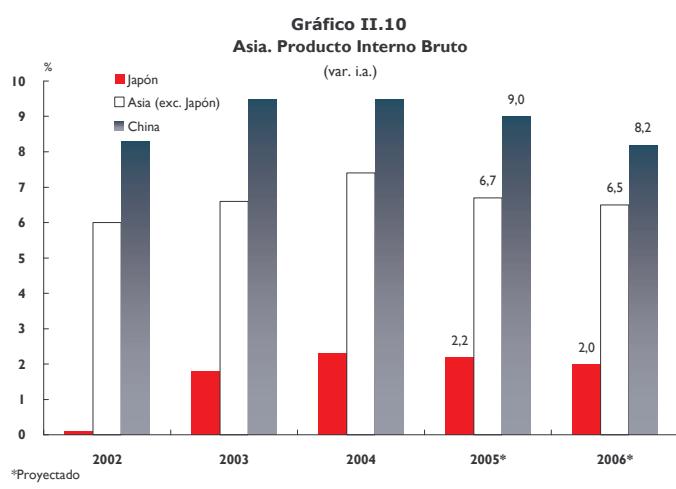
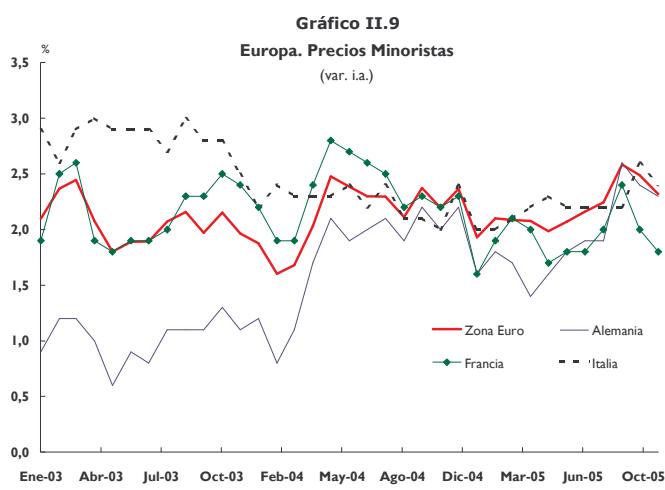
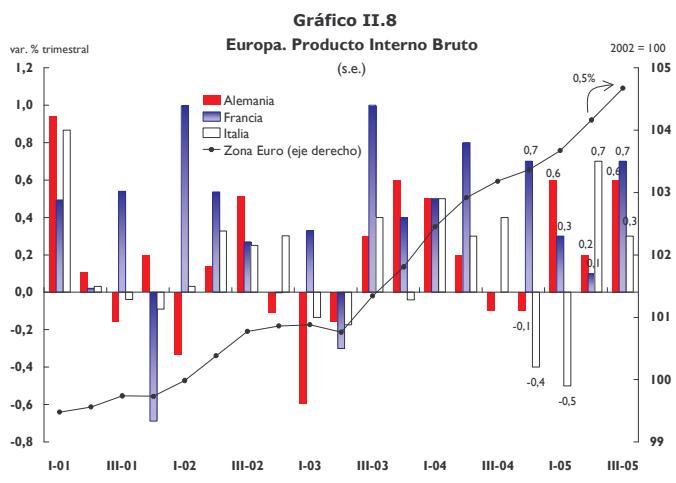
inflación, aún hay presiones inflacionarias latentes entre las que se destacan la evolución del precio internacional del petróleo y una probable aceleración de los costos laborales. Por otro lado, en los últimos meses se habría reducido el riesgo asociado a la inflación de activos, a medida que se desaceleró el ritmo de aumento en los precios de las viviendas, aunque la demanda todavía se mantiene firme ante las bajas tasas hipotecarias. Así, una reducción abrupta en los precios de las viviendas afectaría el consumo privado, principalmente a través del descenso de la riqueza de los consumidores, altamente endeudados.

En este marco de elevadas subas del IPC nivel general, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal volvió a subir en diciembre 0,25 puntos porcentuales (p.p.) la tasa de los *Fed Funds*, llevándola a 4,25% anual, todavía por debajo del promedio de los últimos 30 años (6,8%). Sin embargo, en las minutos de su última reunión, la Reserva Federal dio indicios más claros de que el ciclo alcista estaría cerca de su fin a medida que la tasa de los *Fed Funds* se aproxima a su nivel “neutral”. El FOMC expresó menor preocupación sobre la inflación y destacó que la desaceleración de la economía estaría rezagada respecto al ajuste de la política monetaria, y se espera que continúe aumentando la tasa de interés de referencia en las primeras reuniones de 2006, llevándola hasta 4,75%. Así, dado que la tasa de interés del bono del Tesoro a 10 años se mantuvo prácticamente estable y que los rendimientos de los bonos de corto plazo acompañaron el proceso alcista de los *Fed Funds*, la curva de rendimientos siguió aplanándose durante el cuarto trimestre de 2005 (ver Gráfico II.5). En tanto, la asunción de Ben Bernanke al frente de la Reserva Federal que se realizará a fin de enero no está impactando en los mercados.

Por su parte, los “déficit gemelos” de EE.UU. continuaron mostrando una evolución dispar en el tercer trimestre, ya que el déficit fiscal se redujo y el de Cuenta Corriente siguió aumentando y acumuló 6,4% del PIB en términos anualizados (ver Gráfico II.6). En un marco de creciente diferencial entre las tasas de interés de EE.UU. y la zona Euro, el dólar se apreció aproximadamente 10,6% en términos nominales respecto al euro entre enero y noviembre (9,2% en términos reales; ver Gráfico II.7). En este contexto, el incremento de la brecha externa en EE.UU. generó una mayor preocupación en los mercados frente a una posible corrección abrupta de los “desequilibrios globales”, que tendría consecuencias fuertemente negativas para la economía mundial. En adelante, la expectativa de un menor diferencial entre las tasas de interés de EE.UU. y la zona Euro podría contribuir a moderar la apreciación del dólar y disminuir la probabilidad de una brusca corrección de los “desequilibrios globales”. Sin embargo, la posibilidad de que esta corrección se realice de manera abrupta requiere que las economías emergentes adopten políticas macroeconómicas antílicas que permitan mitigar las vulnerabilidades.

II.3 Zona Euro y Asia

La economía de la zona Euro se fortaleció durante la segunda mitad de 2005, con una expansión del PIB de 0,5% s.e. en el tercer trimestre (ver Gráfico II.8). El aumento de la actividad económica en el lapso julio-septiembre estuvo impulsado por un mayor gasto interno, dado el fuerte incremento de la Inversión y el mayor ritmo

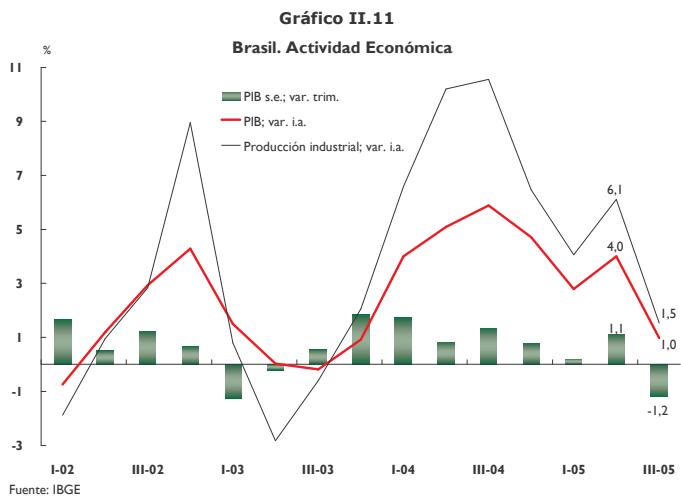


de expansión del Consumo Privado. A su vez, la contribución de las XN se volvió positiva, reflejando la recuperación de las ventas externas. Teniendo en cuenta la evolución de los indicadores adelantados del cuarto trimestre y que la confianza de los consumidores ha retornado a los niveles de principios de 2005, se estima que la recuperación económica continuaría en los próximos trimestres. Así, la zona Euro presentaría una expansión del PIB de 1,5% en 2005 y se aceleraría en 2006, alcanzando un crecimiento en torno a 1,9%. Por su parte, las condiciones laborales continúan exhibiendo mejoras graduales y la tasa de desempleo descendió 0,2 p.p. en el tercer trimestre y 0,1 p.p. adicional en octubre, hasta 8,3%.

En el cuarto trimestre las presiones inflacionarias subyacentes siguieron contenidas y la evolución del precio internacional del petróleo continúa siendo el principal factor de incertidumbre en la evolución de la inflación minorista en la zona Euro (ver Gráfico II.9). En particular, el aumento del Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) se desaceleró levemente en octubre y noviembre (2,3% i.a.) aunque todavía se encuentra por encima de la meta inflacionaria del Banco Central Europeo (BCE²). Los demás componentes del IAPC general evidenciaron leves subas reflejando que la incidencia de los altos costos energéticos no fue generalizada. De este modo, la inflación subyacente se ha mantenido contenida, en torno a 1,5% i.a.. No obstante, dadas las presiones inflacionarias aún latentes, es probable que la tasa de variación del IAPC se mantenga por encima de 2% i.a. en los próximos meses, y en torno a 1,8% hacia fin de 2006. Así, el mercado espera que el Consejo de Gobierno decida algún aumento adicional de su tasa de interés de referencia (*Main Refinancing Operations*, MRO), actualmente en 2,25%.

En China, la economía continúa con el fuerte ritmo de expansión exhibido en los últimos años y luego de aumentar 9,5% en la primera mitad del año, el PIB creció 9,4% i.a. en el tercer trimestre impulsado por el robusto gasto interno y el incremento en las exportaciones. Recientemente, la oficina de estadística china realizó una corrección de sus cifras de cuentas nacionales y redujo la participación del sector secundario en el PIB de 53% a 46%. Así, sobre la base de la modificación de las cifras de las cuentas nacionales, diversos análisis remarcaron como positivo que la expansión del PIB no estuviera tan concentrada en la Inversión como previamente se estimaba, ya que esto tornaría más sustentable el crecimiento de la economía en el mediano plazo. De esta forma, la fuerte expansión de China continuaría beneficiando a América Latina ante la expectativa de que se mantenga en ascenso la demanda de materias primas por parte de ese país (ver Apartado 1). En tanto, la inflación al consumidor disminuyó hasta 1,3% i.a. en noviembre luego de alcanzar 3,9% i.a. en febrero. Por otro lado, la cotización de la moneda china se mantuvo prácticamente estable en el segundo semestre mostrando sólo una leve apreciación, y el tipo de cambio cerró el año en 8,07 yuan/US\$. El crecimiento del resto de Asia (excluyendo Japón) continuó a un ritmo sólido en el tercer trimestre del año pasado, impulsado por un fuerte incremento de las exportaciones, y la región habría exhibido en 2005 una expansión de 6,7%, esperándose que se mantenga el fuerte dinamismo del nivel de actividad durante 2006 (ver Gráfico II.10).

² La meta de inflación del BCE se define como un valor en torno, pero no superior a 2%.



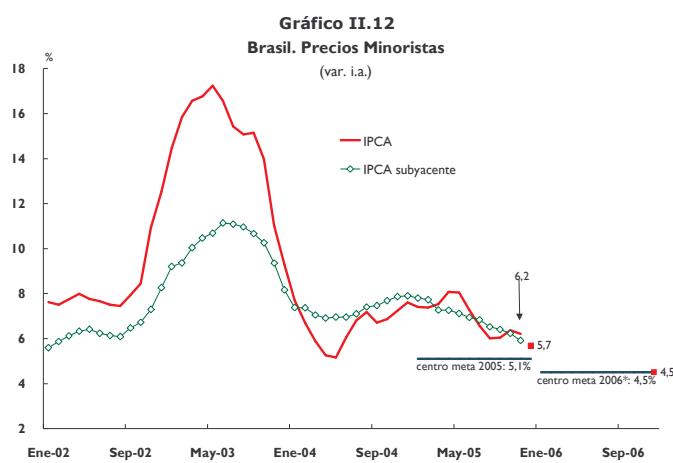
Por su parte, la economía de Japón continuó recuperándose, al tiempo que se moderó la deflación de los precios minoristas. En el tercer trimestre el PIB creció sólo 0,2% s.e. trimestral, dado el menor aumento del gasto interno y la contribución nula de las XN, tras haber aumentado a una tasa promedio de 1,3% s.e. trimestral en el primer semestre. A pesar de la desaceleración del período julio-septiembre, el mercado estima que el PIB habría crecido 2,2% en 2005 y que registre una leve desaceleración este año. Por su parte, la tasa de desempleo subió en la segunda mitad del año pasado hasta alcanzar 4,6% en noviembre. Finalmente, los precios al consumidor comenzaron a exhibir algunas subas mensuales y el índice subyacente, que excluye alimentos frescos, aumentó 0,1% i.a. en noviembre, luego de registrar variaciones negativas en los últimos años. Con todo, el mercado prevé que Japón podría abandonar este año el período deflacionario.

II.4 Brasil

Luego del fuerte crecimiento de la primera mitad de 2005, el PIB de Brasil se contrajo significativamente en el tercer trimestre. En efecto, la economía cayó 1,2% s.e. con respecto al segundo trimestre, mostrando un descenso mayor al previsto. Se destacó la contracción de 0,9% s.e. en la Inversión, mientras que el Consumo Privado y las XN contribuyeron positivamente a la evolución del PIB (ver Gráfico II.11). El continuo incremento del Consumo Privado y de las Exportaciones, junto con la recuperación esperada de la Inversión, indicaban perspectivas favorables para el crecimiento de la economía en el cuarto trimestre. Sin embargo, dado que el resultado del PIB en el lapso julio-septiembre dejó un arrastre estadístico de 1,9% para 2005, en los últimos tres meses el mercado redujo de 3,2% a 2,4% la proyección de crecimiento económico para 2005. Según se informa en la encuesta Focus del Banco Central de Brasil (BCB), el mercado espera que el PIB se expanda 3,5% en 2006, mostrando una aceleración frente a 2005, que estaría principalmente impulsada por el gasto interno.

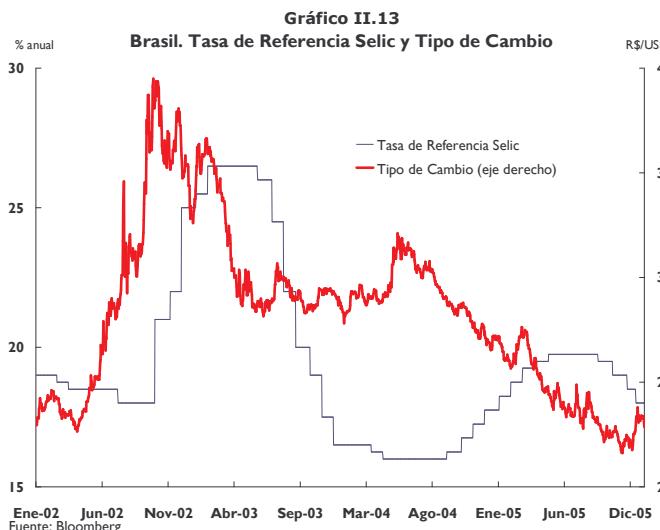
Por su parte, la inflación, medida por el Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA), que se había acelerado en octubre por presiones puntuales de combustibles y alimentos, se redujo en noviembre a 0,55% mensual (6,2% i.a.; ver Gráfico II.12). La desaceleración de la inflación en noviembre respondió fundamentalmente al menor crecimiento en los precios regulados a medida que se agotó el impacto del reajuste en el precio de los combustibles ocurrido en septiembre, y compensó la aceleración en los precios de los alimentos. Sin embargo, la evolución del índice de precios subyacente, que excluye alimentos y bienes y servicios regulados, exhibió una desaceleración continua indicando que el menor incremento de los precios fue generalizado. En particular, el índice de precios subyacente exhibió un aumento mensual promedio de 0,3% en el segundo semestre, la mitad de lo evidenciado en los primeros seis meses. Dado el encarecimiento de los combustibles, las expectativas de inflación para 2005 se elevaron 0,5 p.p. en relación con lo proyectado a fin de septiembre y el mercado espera que la inflación a fin de año haya sido 5,7%, por encima del centro de meta del BCB (5,1%), pero claramente debajo del rango superior (7%). Para 2006 la inflación se ubicaría en línea con el centro de meta previsto de 4,5%.

Teniendo en cuenta que la inflación se mantiene controlada y el débil crecimiento económico, el Comité de Política Monetaria





(Copom) decidió en diciembre continuar bajando 0,5 p.p. la tasa Selic, hasta 18% anual. El mercado prevé que seguirá reduciendo la Selic en las próximas reuniones llevándola hasta 15% a fin de 2006 (ver Gráfico II.13).

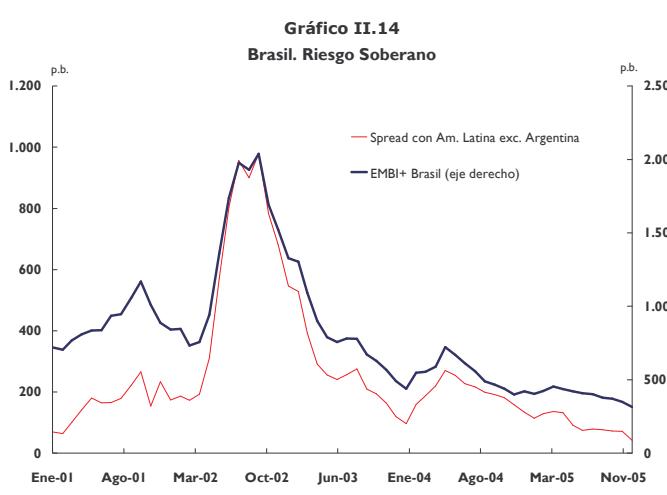


Dado el fuerte aumento de las exportaciones, y a pesar de la apreciación del real, el superávit comercial brasileño en 2005 superó claramente al del año anterior. Las exportaciones se recuperaron hacia fin de año y totalizaron US\$118.300 millones en 2005. En este contexto, y a pesar de que las importaciones subieron 17% i.a., el superávit de la balanza comercial continuó en ascenso y finalizó 2005 con un saldo positivo récord de US\$44.800 millones. Para 2006 el mercado espera un superávit de aproximadamente US\$36.900 millones en un contexto de incremento de las importaciones. Dado el creciente saldo comercial, la Cuenta Corriente exhibió un alto superávit en 2005 (2,4% del PIB) y se mantendría elevado este año.

Las finanzas públicas brasileñas continuaron consolidándose en el último trimestre. En efecto, impulsadas por el buen desempeño de la recaudación, el sector público no financiero acumuló hasta noviembre de 2005 un superávit primario de 5,6% del PIB, permitiendo prever que el Gobierno haya superado ampliamente su propia meta de superávit primario para el año (4,25% del PIB).

En este contexto de fortaleza externa y fiscal, inflación baja y crecimiento económico, los indicadores financieros continuaron mejorando durante el cuarto trimestre y el *spread* de riesgo soberano alcanzó un nuevo mínimo de 303 puntos básicos (p.b.), reflejando la mejora en los *fundamentals* de la economía brasileña (ver Gráfico II.14). En un marco internacional favorable, el Gobierno aprovechó la mejora de la situación financiera y de sus cuentas externas y decidió cancelar anticipadamente la deuda total con el Fondo Monetario Internacional (FMI), al realizar un pago cercano a US\$15.400 millones con Reservas Internacionales hacia fin de diciembre. La operación ahorraría a Brasil cerca de US\$900 millones en concepto de intereses y las Reservas Internacionales³ finalizaron 2005 por encima de US\$53.500 millones. El Gobierno también cancelaría su deuda total con el Club de París, aproximadamente US\$1.800 millones. Las autoridades adelantaron además parte del Programa Financiero de 2006, ahora reducido en US\$3.500 millones (casi 60% de la emisión externa programada de 2005). Por su parte, la cotización del real se mantuvo relativamente estable durante la mayor parte del último trimestre y, a pesar de las intervenciones del BCB en el mercado *spot* y de futuros durante 2005, la moneda brasileña acumuló una apreciación de 13,7% en el año, cerrando el tipo de cambio en 2,34 R\$/US\$ a fin de diciembre.

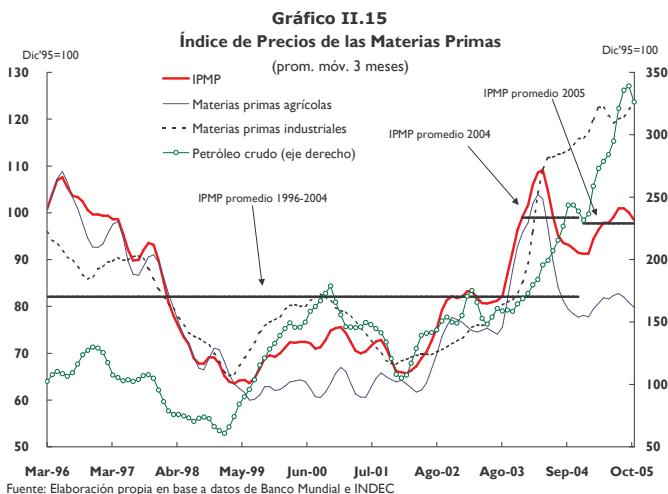
Según informó el Copom en las minutos de su reunión de diciembre, la evolución de la inflación en EE.UU. y la zona Euro presenta un factor de incertidumbre para la economía brasileña por su efecto sobre la evolución del ciclo alcista de las tasas de interés. Además, la evolución del precio internacional del petróleo continúa siendo un factor de riesgo dado que un mayor incremento afectaría a Brasil directa (mayor inflación local) e indirectamente (menor crecimiento económico mundial y tasas de interés más elevadas). Con todo, la expectativa de una mayor expansión económica brasileña en 2006 sería auspiciosa para Argentina ya que impulsaría



³ Dado que las Reservas Internacionales Netas se calculaban restando a las Reservas Internacionales Brutas los pasivos con el FMI, a partir del pago al organismo la diferencia queda sin efecto.

las exportaciones hacia ese país, particularmente de Manufacturas de origen industrial (MOI; ver Sección V).

II.5 Precios de las Materias Primas



Los precios de las materias primas exhibieron una corrección a la baja en la última parte de 2005, luego de haber registrado fuertes subas hasta julio. El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que creció 12% entre enero y julio, exhibió a partir de agosto retracciones mensuales promedio cercanas a 1% y finalizó el año con un aumento en torno a 7% frente a diciembre de 2004 (ver Gráfico II.15). Así, la evolución del índice hasta noviembre de 2005 dejó un arrastre estadístico negativo de 1,3% para este año, pero el IPMP se ubica todavía en niveles elevados en términos históricos. Dado el favorable entorno internacional previsto en 2006 y la expectativa de que la demanda china de materias primas continúe en ascenso, se espera que sus precios se mantengan e incluso puedan registrar subas adicionales durante el año.

La caída del índice en el segundo semestre de 2005 respondió al descenso en los precios agrícolas, con excepción de la cotización del trigo que mostró un alza importante en el período debido a la expectativa de menor producción y stocks finales en la campaña 2005/2006. A pesar del leve aumento de octubre, hacia fin de año el precio del maíz exhibió una tendencia bajista dado el incremento en las proyecciones de producción mundial del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA).

En tanto, la obtención de rendimientos de la cosecha sojera de EE.UU. mejores a los esperados generaron, en parte, una caída superior a 15% en el precio de los porotos durante la segunda mitad del año. La cotización del aceite de soja se mantuvo prácticamente estable en ese período ya que la mayor producción fue compensada por la expectativa de una mayor demanda mundial, particularmente de China. Finalmente, el precio de los pellets de soja descendió aproximadamente 10%, ante la previsión de un menor consumo por el brote de gripe aviar en Asia y una elevada oferta resultante de la mayor molienda de porotos. La expectativa de una menor producción en la campaña 2005/06 debido al faltante de lluvias en las zonas productoras de Brasil y Argentina, el mayor consumo esperado por parte de China y el hecho de que las estimaciones de producción mundial del USDA aumentaron menos de lo previsto por el mercado, generaron presiones al alza en los precios de los porotos en los últimos meses de 2005 (ver Cuadro II.1).

Por su parte, en un marco de fuerte crecimiento económico mundial y especialmente de China, principal importador, los precios internacionales de los metales evidenciaron una sostenida tendencia alcista en 2005. En particular, la cotización del aluminio superó en noviembre US\$2.000 por tonelada, registrando su máximo valor desde enero de 1995. Dada la ampliación de la capacidad instalada de producción mundial, en 2006 el precio del aluminio podría registrar una tendencia a la baja, pero igual se mantendría en niveles elevados e incluso en promedio podría ubicarse por encima del año pasado, dado el elevado arrastre estadístico que dejó la evolución de la cotización hacia fin de 2005.

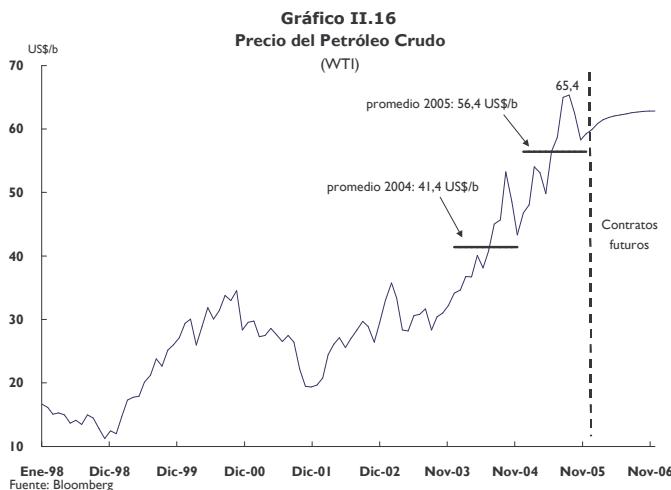
Por último, luego del récord histórico nominal alcanzado en septiembre, en parte por la incertidumbre generada por los huracanes que afectaron el sur de EE.UU., el precio internacional

Cuadro II.1
Estimación de Producción Mundial de Granos
(millones de toneladas)

Producto	Campaña 04/05	Campaña 05/06			
		Producción estimada a		Stocks finales* estimados a	
		Oct-05	Dic-05	Oct-05	Dic-05
Trigo	634,2	617,7	625,2	137,4	143,4
Maíz	720,0	678,9	688,5	111,9	118,7
Soja	217,9	224,4	225,3	47,4	48,1

* Producción (05/06) - Demanda (05/06) + Stock remanente (04/05)

Fuente: USDA



del petróleo crudo descendió durante el último trimestre del año. Sin embargo, la cotización del barril *West Texas Intermediate* (WTI) finalizó 2005 en US\$61 exhibiendo un aumento de 36% en relación con el promedio del año anterior (ver Gráfico II.16). En 2006, la cotización internacional se mantendría en niveles elevados pudiendo registrar inclusive un leve incremento. Sin embargo, a pesar de que los *fundamentals* de la oferta y la demanda se mantuvieron prácticamente constantes en los últimos meses, la evolución del precio internacional del petróleo continúa siendo difícil de predecir en un escenario de cada vez mayor relevancia de las operaciones de los fondos de inversión en los mercados de futuros y de aún inestable situación geopolítica mundial.

II.6 Flujo de Capitales

Las condiciones financieras internacionales siguen siendo auspiciosas para las economías emergentes. En los últimos meses se habría disipado la probabilidad de una aceleración del proceso alcista de las tasas de interés en EE.UU. y se prevé que el incremento de la tasa MRO en la zona Euro no sea significativo. Así, las subas de las tasas de interés internacionales de referencia llegarían a su fin, en niveles que serían bajos en términos históricos. A pesar de este aumento, el rendimiento del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años finalizó 2005 en 4,4% subiendo sólo 10 p.b. el cuarto trimestre y generando un mayor aplanamiento de la curva de rendimientos.

Si bien recientemente se polarizaron las opiniones sobre una posible aceleración o prolongación del ciclo alcista de la tasa de los *Fed Funds*, la mayoría de los analistas continúan previendo que la tasa de interés de referencia se estabilizaría en 4,75% durante el segundo trimestre de este año (mediana de la encuesta de *Bloomberg*). Por su parte, una porción menor de analistas considera que los *Fed Funds* superarían 5% antes de finalizar el proceso ascendente. En tanto, el BCE elevó a 2,25% su tasa de interés de referencia, en el marco de una inflación mayor a la meta establecida, pero el mercado estima que el ciclo alcista finalizaría con la tasa MRO en 2,75%. Por último, el resto de las economías desarrolladas no alteraría significativamente sus políticas monetarias durante 2006. Este marco continuaría impulsando el flujo de capitales hacia economías emergentes, que luego de aumentar aproximadamente 8% en 2005, se mantendría en niveles elevados en 2006. En particular, en un contexto de mejoras de los *fundamentals* de las economías de la región, los flujos de capitales hacia América Latina se incrementarían 8% este año, especialmente por el alza del crédito privado (ver Gráfico II.17).



Por lo tanto, Argentina enfrentaría en 2006 un contexto internacional todavía favorable, con un elevado crecimiento económico mundial y un proceso alcista de las tasas de interés de referencia internacionales que estaría llegando a su fin, según lo previsto, en niveles que no serían elevados en términos históricos. No obstante, la existencia de algunos factores de riesgo como la posibilidad de una corrección abrupta de los "desequilibrios globales" o una brusca caída de los precios de los activos obligan al país a llevar adelante políticas macroeconómicas anticíclicas y a contar con un sistema financiero suficientemente fuerte como para amortiguar los efectos de un deterioro del escenario financiero internacional.

Apartado 1. La inserción de China en la economía mundial: desafíos y oportunidades

En los últimos años se han observado diversos cambios en la economía mundial, entre los que se destaca la fuerte inserción de China y su impacto en los patrones de comercio, los precios de los productos comerciados y los flujos internacionales de capitales. La creciente participación de China en el flujo comercial global ha impulsado un incremento en los precios de los bienes primarios por la mayor demanda de ese país y una caída de los precios de los productos manufacturados, que respondió, en parte, al descenso en los costos laborales influido por el ingreso al “mercado laboral mundial” de los trabajadores chinos, aunque también de India y Rusia. Esta evolución implicaría una gran oportunidad para las economías de América Latina, importantes exportadores de materias primas. Por otro lado, también se ha argumentado que China ha absorbido en los últimos años una parte cada vez más relevante de los flujos internacionales de capitales, particularmente de Inversión Extranjera Directa (IED), en detrimento de otras economías, especialmente de las emergentes.

Hacia fin de la década del '70, el Gobierno de China decidió iniciar un proceso gradual de reformas del sistema planificado hacia una economía más descentralizada, entre las que se destaca la reforma laboral, financiera, agrícola, fiscal, comercial y de las empresas públicas. Uno de los puntos centrales que potenció la relevancia de China en el comercio internacional mundial a partir de la década del '80 fue la creación de zonas de exportación bajo régimen de mercado en el litoral marítimo Este, cercano a Japón, que generó un fuerte aumento de las inversiones externas. En este período China pasó a convertirse en uno de los mayores productores manufactureros de la región, y en ese escenario el PIB de China creció a una tasa promedio de 9,5% en el período 1980-2004.

De esta forma, mientras que las importaciones mundiales crecieron a una tasa promedio anual de aproximadamente 8% entre 1980 y 2004, las compras externas de China subieron a una tasa promedio cercana a 17%. Las importaciones chinas pasaron así de representar 1% del total mundial en 1980 a 6% en 2004, notándose una importante aceleración de este proceso en los últimos años (ver Gráfico N° 1). En Argentina, por ejemplo, el crecimiento promedio anual de las ventas al exterior entre 1980 y 2004 fue de 11%.

Gráfico N° 1: Importaciones de China y el Mundo

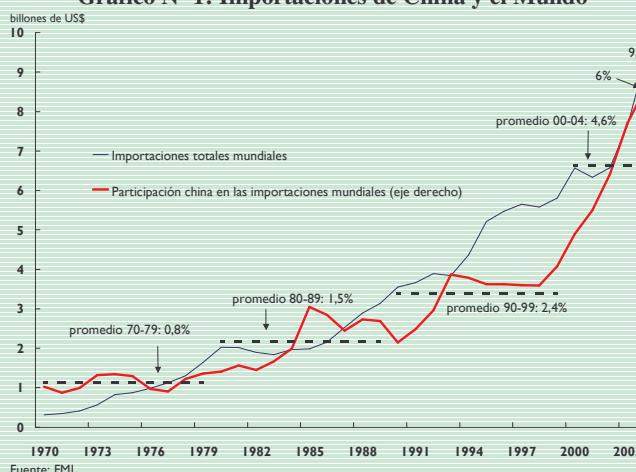
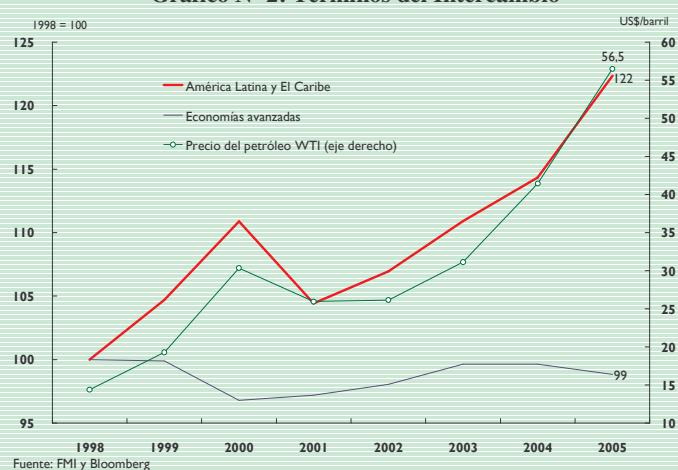


Gráfico N° 2: Términos del Intercambio



Entre la canasta de importaciones chinas se destaca la compra de bienes de capital, mayormente provistos por Estados Unidos, Europa y Japón, y los insumos industriales y la energía que China adquiere principalmente de Asia del Este y Medio Oriente. No obstante, en los últimos años, dado el crecimiento del ingreso de la población y las dificultades para la producción en el país, las importaciones de Productos primarios (PP) mostraron un aumento significativo. Por ejemplo, sus importaciones netas de porotos de soja (producto de gran relevancia en la canasta de exportaciones de Argentina) como proporción del comercio mundial total de ese producto pasaron de 10% en 1999 a aproximadamente 20% en 2002. También creció significativamente la importancia de la economía asiática como comprador de petróleo crudo (de 2% a casi 5% en el mismo período) y otros *commodities* industriales, principalmente acero, aluminio y cobre.

En este escenario de marcado crecimiento de la demanda china de productos básicos, los Términos del Intercambio (TI) de América Latina y el Caribe han mejorado sustancialmente en los últimos años, luego del continuo descenso exhibido entre 1980 y fin de la década pasada. Según se aprecia en el Gráfico N° 2, los TI de la región se incrementaron 22% entre 1998 y 2005, mientras que los correspondientes a las economías avanzadas se redujeron 1% en el mismo período. El encarecimiento del petróleo crudo influyó en gran parte en este proceso, en un marco donde las importaciones netas de China pasaron de 12 millones de toneladas en 1998 a más de 132 millones en 2004. Acompañando esta evolución de los TI, la participación de América Latina como origen de las importaciones de China pasó de 2% en el año 2000 a 4% en 2005, en tanto que la participación conjunta de EE.UU., Canadá, la Unión Europea y Japón bajó de 42% a 39% en el mismo período. Además, en la



composición por productos, se apreció entre 2000 y 2004 un incremento de las importaciones de materias primas y sus manufacturas.

Esta evolución benefició a Argentina y el intercambio comercial con China⁴, que fue deficitario para Argentina durante la mayor parte de la década del '90, se tornó positivo a partir del año 2000, alcanzando un superávit máximo en 2003. En 2004, el saldo comercial positivo se redujo a US\$1.300 millones por el fuerte crecimiento de las importaciones argentinas (92%), principalmente de bienes de capital. En tanto, en los primeros once meses de 2005 las exportaciones argentinas a China totalizaron US\$3.085 millones (+19%), destacándose el incremento en las ventas de PP, y las importaciones alcanzaron US\$2.050 millones (+61%), permitiendo prever que el superávit comercial de Argentina se habría reducido nuevamente. De esta forma, la participación de China en el comercio total argentino creció notoriamente y las ventas a China pasaron de representar 3% en 2000 a 7,7% en 2004, mientras que la participación de las importaciones argentinas desde China aumentó de 4,6% a 6,3% en el mismo período. Por otro lado, desde principio de la década se apreció un considerable cambio en la composición de la canasta de ventas, a favor de las Manufacturas de origen agropecuario (MOA), que incrementaron 30 puntos porcentuales (p.p.) su participación en detrimento de los PP.

La mayor apertura económica impulsó un importante aumento de los flujos internacionales de capitales hacia China, particularmente de IED. En efecto, mientras que en 1982 China recibió IED por sólo US\$430 millones, el año pasado habría superado US\$50.000 millones, situándose por encima de América Latina y el Caribe en su conjunto, que habría recibido algo más de US\$46.000 millones (ver Cuadro N° 1). Así, parecería que el fuerte incremento en los flujos de capitales privados hacia China se habría dado, en parte, en detrimento de los envíos al resto de las economías emergentes, como América Latina. No obstante, diversos análisis señalan que no existe una verdadera competencia entre América Latina y China por la IED. Por ejemplo, según el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), no habría habido un desplazamiento de los flujos de capitales de América Latina hacia China dado que existe una divergencia tanto de los países de origen de las inversiones dirigidas a China y las enviadas a América Latina, como de los sectores productivos a los que se orientan las inversiones en una y otra región⁵. Otros estudios indican que en términos de flujos de IED algunos países emergentes podrían inclusive haberse beneficiado con la irrupción de China en el mercado mundial, sobre todo aquellas economías integradas en alguna cadena productiva con ese país⁶. Además, es importante destacar que ante la mejora de los *fundamentals* de los países de la región y de las mayores posibilidades de financiamiento interno ante la consolidación de los sistemas financieros, América Latina es cada vez menos dependiente de los flujos internacionales de capitales.

Cuadro N° 1: Inversión Extranjera Directa
(millones de US\$; prom. del período)

	82-89	90-99	00-04
Asia emergente	4.089	39.524	53.707
China	1.845	28.308	46.792
América Latina y Caribe	5.912	31.227	53.471
Brasil	1.625	10.472	20.027
Argentina	541	6.813	4.094

Fuente: FMI

De esta forma, la creciente participación de China en la economía global generó beneficios importantes para América Latina principalmente desde fines de la década pasada, en particular a través de la importante mejora de los TI (por el aumento de los precios internacionales de las materias primas) y de los flujos de comercio. Por otro lado, no resulta claro si el incremento de la IED hacia China se dio en detrimento de los envíos a América Latina o si por el contrario, los países no compiten por los flujos de capitales y simplemente se registró una suba de la IED a las economías emergentes en general. En este sentido, la irrupción de China en la economía mundial plantea oportunidades y desafíos para la región, ya que por un lado impulsa los precios de los principales productos de exportación y, por otro, fuerza a continuar mejorando las condiciones económicas, los marcos legales y a aumentar la productividad a fin de poder atraer flujos de capitales, necesarios para financiar la inversión requerida para asegurar que el crecimiento económico sea sostenible en el mediano plazo.

Con todo, se prevé que la relevancia de China en la economía mundial continuará creciendo en los próximos años y que este proceso beneficiaría a América Latina y a Argentina en particular, en la medida que la economía asiática siga aumentando fuertemente su demanda de materias primas y de manufacturas agropecuarias.

⁴ Incluyendo Hong Kong y Macao, según la metodología del INDEC.

⁵ Ver Lora, E., "¿Debe América Latina Temerle a China?", mayo de 2005, Documento de Trabajo N°536, BID.

⁶ Ver Eichengreen, B. y Tong, H., "How China is Reorganizing the World Economy", diciembre de 2005.



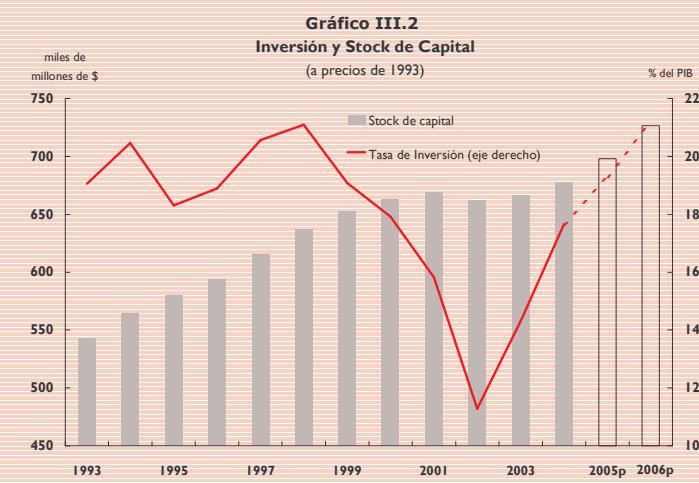
III. ACTIVIDAD ECONÓMICA

III.1 Síntesis

El ritmo de crecimiento económico a lo largo del segundo semestre del año pasado siguió siendo elevado, cumpliendo de esta forma 15 trimestres consecutivos de aumento, sin observarse signos de desaceleración. La actividad económica en el tercer trimestre subió 2,3% sin estacionalidad (s.e.; 9,2% interanual –i.a.–) y en el último trimestre mostraría un incremento similar, de acuerdo a la información disponible de indicadores adelantados. Así, el PIB en 2005 habría finalizado con una expansión en torno a 9% i.a., alcanzando un nuevo máximo histórico. A lo largo del último año la economía fue impulsada por la absorción interna, vía el incremento de la Inversión y el Consumo.

Desde el punto de vista de la Oferta, en el segundo semestre la Construcción y sus servicios relacionados (como las Actividades inmobiliarias), fueron los principales impulsores de la economía, junto con el Comercio y la Industria, que mantuvieron una tasa de crecimiento significativa. En contraste, las actividades primarias registraron una caída, tras aportar positivamente al crecimiento en la primera mitad del año.

Teniendo en cuenta el importante arrastre estadístico que dejaría la trayectoria del Producto en 2005, superior a 3 puntos porcentuales (p.p.), para el corriente año el BCRA proyecta que el PIB se expanda algo más de 6% en un contexto de política fiscal y monetaria acorde con esta fase del ciclo económico. Este escenario contempla un flujo ascendente de inversiones que permitiría ampliar la capacidad productiva en el mediano plazo y llevaría la Tasa de Inversión a niveles superiores a 21 p.p. del PIB en términos reales.





Cuadro III.1

Indicadores de Actividad
(var. % trimestral)

Series desestacionalizadas	IV-04 / III-04	I-05 / IV-04	II-05 / I-05	III-05 / II-05	IV-05 / III-05
PIB	2,6	0,9	2,8	2,3	
EMAE (Proxy mensual del PIB) (*)	2,8	1,4	2,3	2,4	1,4
Indicadores de Oferta					
Industria (EMI) (**)	1,7	2,3	1,6	2,0	2,3
Construcción (ISAC) (**)	3,4	0,9	7,0	5,4	6,6
Servicios Públicos (**)	8,8	4,0	3,3	1,6	3,0
Indicadores de Demanda					
Consumo					
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (**)	3,0	11,7	6,9	5,5	6,7
Ventas Supermercados (cantidades) (**)	2,0	2,1	1,0	0,8	3,3
Ventas Centros de Compras (cantidades) (**)	4,5	3,4	2,8	5,5	6,0
Ventas de Autos	7,2	13,9	2,8	5,0	-2,0
IVA DGI a precios constantes	-0,5	2,1	2,9	2,1	3,7
Inversión					
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (**)	19,9	-1,6	14,7	5,4	7,4
Construcción (ISAC) (**)	3,4	0,9	7,0	5,4	6,6
Exportaciones Netas					
Exportaciones (cantidades) (**)	6,8	2,8	1,6	3,2	-2,7
Importaciones (cantidades) (**)	3,3	6,3	11,8	-3,3	10,2

(*) Dato a Octubre

(**) Dato a Noviembre

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y ADEFA

III.2 Componentes del Gasto

Los datos de la actividad económica en el segundo semestre de 2005 confirmaron que el crecimiento se mantuvo en línea con el significativo ritmo de avance observado en promedio a lo largo de los últimos dos años y medio. De esta forma, la economía evidenció 15 trimestres consecutivos de expansión. En particular, el PIB exhibió en el tercer trimestre un incremento de 2,3% sin estacionalidad (s.e.; 9,2% interanual -i.a.), a la vez que de acuerdo a la información disponible de indicadores adelantados se habría registrado una suba similar en el último trimestre, con lo cual en el año el crecimiento alcanzaría cerca de 9%. Así, el alza acumulada en la actual fase expansiva del ciclo económico superaría 34% s.e., situándose el Producto más de 7% s.e. por encima de su máximo previo a la crisis (ver Gráfico III.1 y Cuadro III.1).

En el tercer trimestre la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) y el Consumo siguieron impulsando la actividad económica como ya había sucedido en el trimestre anterior, aunque registrando una desaceleración en el margen. El menor dinamismo de estos componentes fue compensado por las Exportaciones Netas (XN), que contribuyeron positivamente al PIB gracias al importante aumento de las Exportaciones y al estancamiento de las Importaciones (ver Gráfico III.3). Por otro lado, el aumento del Gasto volvió a resultar mayor al de la Oferta, lo cual fue financiado por una nueva reducción de los inventarios.

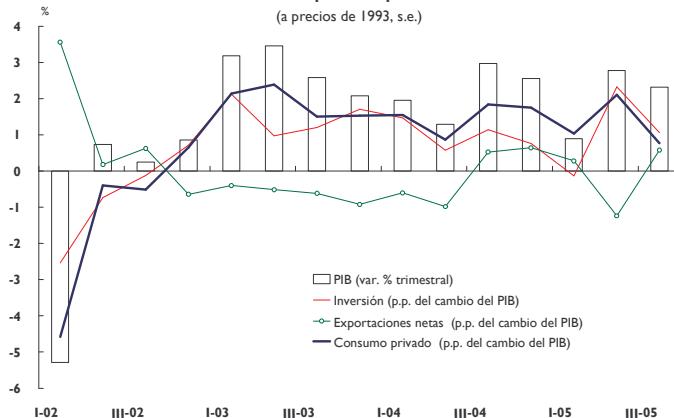
Para 2006, a partir del arrastre estadístico superior a 3 puntos porcentuales (p.p.) que dejaría 2005, se prevé que el PIB registre una expansión algo superior a 6%, teniendo en cuenta que el crecimiento trimestral se desaceleraría suavemente a lo largo del año, en un contexto de política fiscal y monetaria acorde con esta fase del ciclo económico. La trayectoria trimestral se encuentra en línea con la incluida en el Presupuesto Nacional 2006. El impulso durante este año continuaría centrado en la evolución de la Inversión, en tanto que el Consumo avanzaría a un ritmo menor al promedio de la economía, y las XN aportarían negativamente al aumento del Producto.

Inversión

Como sucedió en el segundo trimestre de 2005, la IBIF continuó siendo la principal fuente de crecimiento de la economía. Así, en el período julio-septiembre la formación bruta de capital aumentó 5,4% s.e. (23,1% i.a.), consolidando la suba de 13,0% s.e. del trimestre previo y contribuyendo con 1,1 p.p. a la mejora en el nivel de actividad del período. La suba del trimestre permitió que la IBIF alcanzara (por primera vez desde el inicio de la recuperación) los niveles máximos históricos observados a mediados de 1998. Ello se produjo a partir del excelente comportamiento registrado por la inversión en Construcción, dado que el gasto en Equipo durable aún se encuentra 9,7% s.e. por debajo de su anterior pico (ver Gráfico III.4).

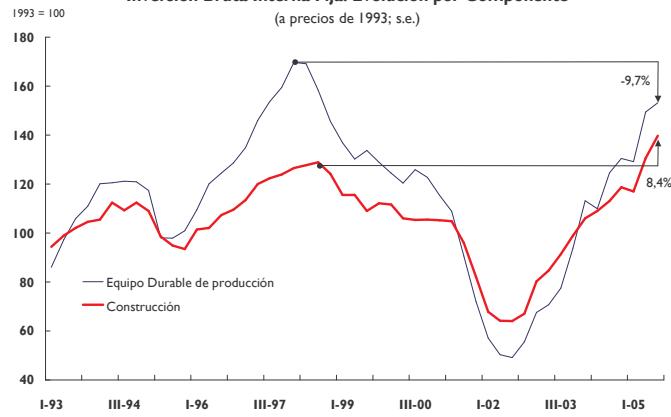
En el tercer trimestre la inversión en Construcción aumentó 7,1% s.e., mientras que la destinada a Equipo durable de producción tuvo un incremento más moderado (2,5% s.e.), luego de crecer 15,7% en el segundo trimestre. El reciente auge inmobiliario, donde su característica de depósito de valor surge en forma evidente, y las obras encaradas por el Gobierno Nacional fueron los motores de la

Gráfico III.3
PIB. Contribución por Componente del Gasto
(a precios de 1993, s.e.)

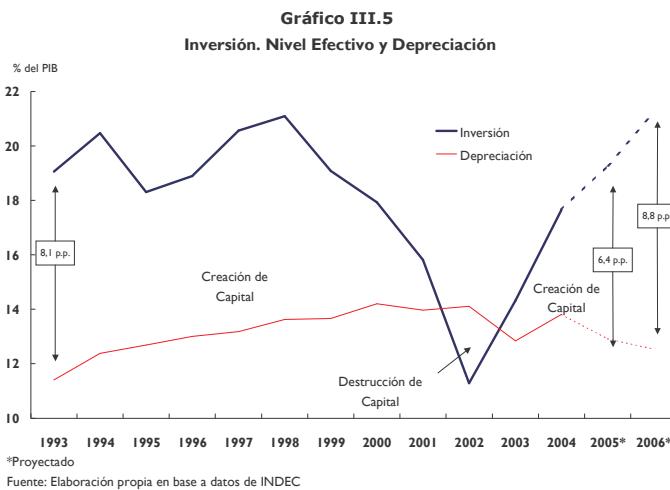


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.4
Inversión Bruta Interna Fija. Evolución por Componente
(a precios de 1993; s.e.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



inversión no reproductiva, aunque también contribuyeron diversas obras de expansión en la industria, el comercio y el turismo. En cuanto a la inversión reproductiva, la estrecha capacidad ociosa que muestran varios sectores económicos, sumada a la mejora observada en el acceso al crédito y el lanzamiento de incentivos fiscales, en un marco de demanda en alza, presentaron un escenario propicio para el desarrollo de las inversiones que continuaría en el corriente año. Asimismo, el flujo de inversiones registró un cambio en su tipología con una mayor participación de los proyectos de ampliación de planta, con plazos de maduración más extensos, en contraste con lo ocurrido previamente cuando los gastos de inversión se centraban en ganar eficiencia y mejorar procesos. El nuevo sesgo de la inversión cobra importancia porque implica un cambio en las escalas productivas.

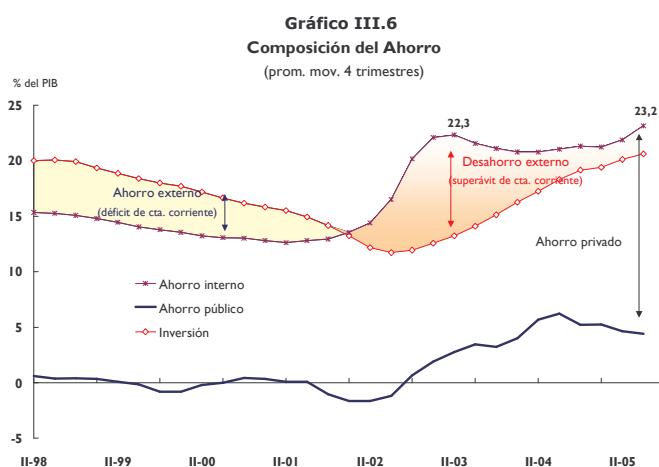
El crecimiento de la IBIF en 2005, por encima del promedio de la economía, permitiría una nueva expansión del *stock* de capital, a una tasa cercana a 3%, la cual resulta superior a la registrada en el período 1990-2001 por primera vez desde la salida de la crisis (ver Gráfico III.2). La Tasa de Inversión, medida en términos constantes, luego de comenzar el año en valores cercanos a 17% del PIB, continuó subiendo a lo largo de 2005 y se ubicaría en torno a 20,2% del PIB en el último trimestre. De esta forma, los montos invertidos superarían en más de 6 p.p. del PIB los niveles necesarios para cubrir la depreciación (ver Gráfico III.5). La relación IBIF/PIB seguiría creciendo durante 2006 ampliando la dotación de capital, hecho que denota que aún no se han alcanzado los niveles de equilibrio de largo plazo.

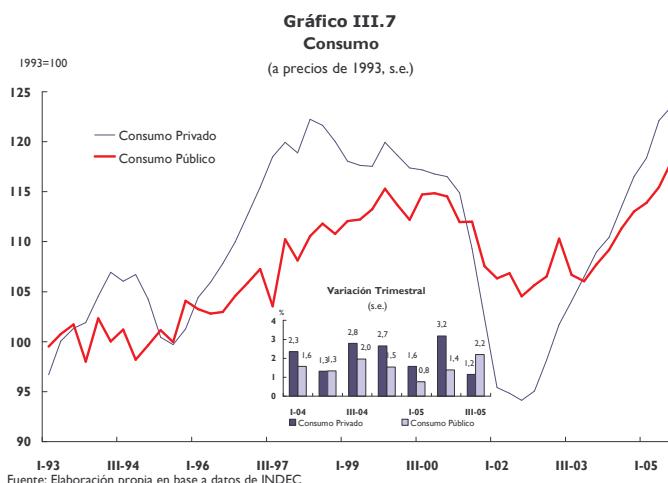
La inversión continúa siendo principalmente financiada a partir del ahorro interno, situación que, particularmente en el tercer trimestre, se habría profundizado a raíz del mayor desahorro externo (incremento del superávit de la Cuenta Corriente; ver Sección V). De hecho, en ese período el ahorro interno alcanzó el nivel más alto de los últimos años (23,2% del PIB), ubicándose incluso por encima de los valores de 2002 (ver Gráfico III.6). En este contexto, mantener un elevado nivel de ahorro privado y público será fundamental para poder financiar los flujos crecientes de inversión.

En resumen, la dinámica del segundo semestre de 2005 determinaría que la IBIF registre en el año un incremento de 18,8%. Para 2006 se proyecta que la Inversión continúe creciendo a una tasa elevada, del orden de 17% anual, permitiendo lograr una nueva ampliación del *stock* de capital y una participación de la Inversión en el Producto similar a la registrada en 1998. Dicha expansión del *stock* de capital facilitaría un importante crecimiento del PIB Potencial, próximo a la suba del Producto. En materia de financiamiento de la formación bruta de capital, la novedad provendría del hecho de que se prevé un rol creciente del Ahorro público, a partir de la creación del Fondo Anticíclico Fiscal.

Consumo

En línea con lo esperado, el Consumo siguió creciendo durante el último tramo del año, aunque con un menor dinamismo. El aumento volvió a ser impulsado por la expansión de la masa salarial real, derivada del incremento del empleo y las remuneraciones reales (tanto privadas como públicas), y las mayores transferencias del Sector Público por asignaciones familiares y jubilaciones, en un marco de fuerte expansión del





crédito y tasas de interés reducidas. En este sentido, el Consumo Privado se elevó 1,2% s.e. (8,9% i.a.) durante el tercer trimestre, avanzando por primera vez en el año a un ritmo inferior al del PIB. Compensando parte de la menor velocidad de aumento del Consumo Privado respecto al trimestre previo, el Consumo Público evidenció un alza de 2,2% s.e. (6,7% i.a.), la mayor de los últimos dos años, alentada por la suba de las remuneraciones y otros gastos corrientes. En ambos casos los niveles actuales se posicionan en sus máximos históricos (ver Gráfico III.7).

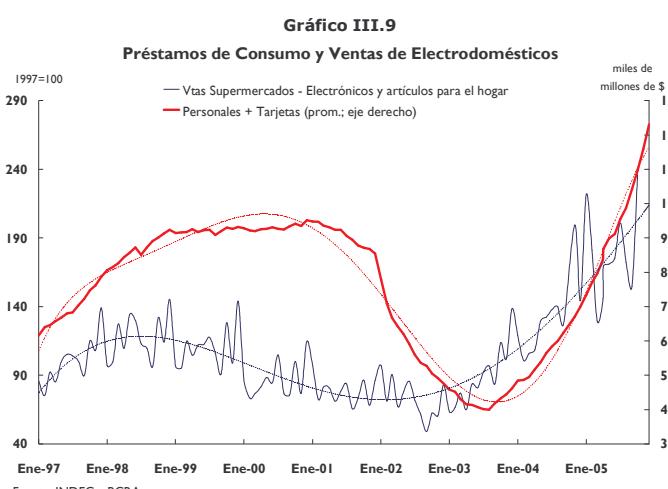
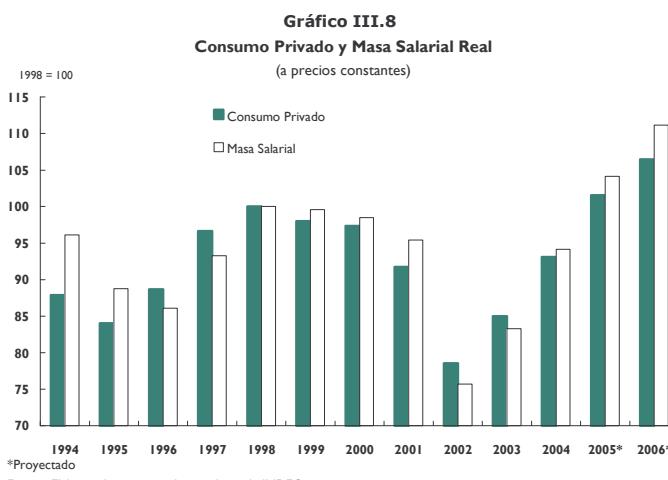
En el último trimestre de 2005, el Consumo habría continuado evolucionando favorablemente. Con la excepción de las ventas de automóviles, el resto de los indicadores adelantados, tales como el IVA DGI real y las Importaciones de bienes de consumo, exhibieron un aumento superior al del trimestre previo (ver Cuadro III.1). También habrían contribuido en forma positiva la expansión de los créditos personales, que finalizaron el año con un incremento de 65,7% i.a., y un nuevo aumento de la masa salarial real (ver Gráfico III.8 y III.9). Asimismo, el Consumo Público se estancaría en el último trimestre por las menores transferencias otorgadas.

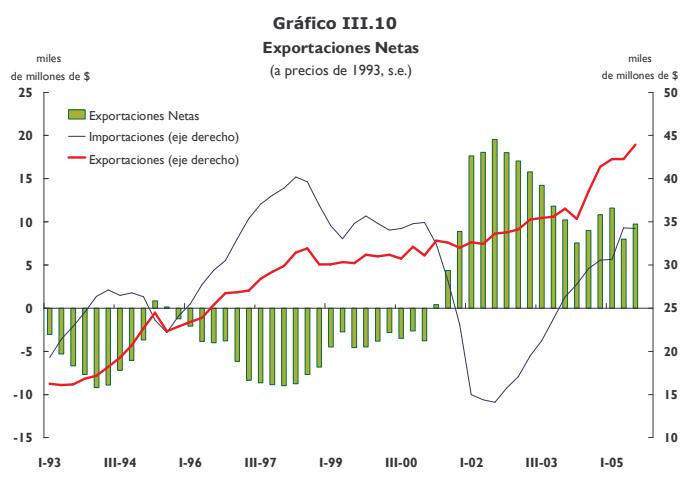
Como resultado de lo explicado, en 2005 el Consumo Privado se habría expandido en torno a 9%, levemente por encima del promedio de la economía. En cuanto al 2006, se prevé que el Consumo Privado continúe creciendo, a pesar de que su incremento resultaría inferior al del Producto, lo que marcaría una diferencia respecto de lo ocurrido en promedio en los tres años previos.

Exportaciones Netas

Contrariamente a lo esperado, en el tercer trimestre el fuerte incremento de las Exportaciones en conjunto con el estancamiento de las Importaciones tornó positiva la contribución de las XN al crecimiento del Producto (0,6 p.p.), tal como ya había ocurrido en el segundo semestre de 2004 y en el primer trimestre de 2005. Durante el período julio-septiembre las Exportaciones mostraron una suba de 3,9% s.e., a partir de las mayores ventas de Manufacturas de origen agropecuario (MOA) e industrial (MOI). Así, en términos reales las Exportaciones se consolidaron como uno de los componentes del PIB que han registrado la mayor expansión respecto al máximo previo a la crisis, ubicándose en el tercer trimestre 34% s.e. por encima de ese nivel (ver Gráfico III.10). Por su parte, las Importaciones se mantuvieron prácticamente constantes en el período bajo análisis luego del fuerte incremento experimentado en el segundo trimestre, acumulando una mejora de 21% i.a. en los primeros tres trimestres de 2005. De todos modos y pese al excelente desempeño de las Exportaciones, a lo largo del año el aporte de las XN habría sido en promedio negativo, aunque menor a lo esperado, en un marco donde la brecha externa continúa cerrándose lentamente a partir de la vigorosa recuperación de las Importaciones (ver Sección V).

Para 2006 se proyecta un nuevo incremento de las Exportaciones, superando el récord del año 2005, pero se espera que los menores saldos exportables generados por la disminución de la cosecha agrícola y la reducida capacidad ociosa que presentan algunos sectores industriales, puedan restar cierto dinamismo a las ventas externas. Así, en función del crecimiento esperado de las Importaciones, que mantendrían una elasticidad respecto al





Producto similar a la de 2005, durante 2006 las XN contribuirían nuevamente en forma negativa al crecimiento del PIB.

III.3 Comportamiento de la Oferta

Desde el punto de vista de la oferta, continúa observándose un crecimiento económico generalizado, tanto de los bienes como de los servicios. No obstante ello, el impulso al alza del PIB en el tercer trimestre estuvo dado principalmente por la producción de servicios en tanto que los bienes moderaron su expansión, confirmando lo anticipado en el **Informe de Inflación** anterior (ver Gráfico III.11).

La producción de bienes entre julio y septiembre creció a una tasa de 1,4% s.e., inferior a la del trimestre previo (3,7% s.e.). El menor ritmo de crecimiento se originó en la reducción exhibida por los sectores primarios (Agricultura, ganadería, caza y silvicultura, Pesca y Explotación de minas y canteras), dado que el resto de los bloques continuaron aumentando sus niveles de actividad a un ritmo significativo, destacándose las alzas de la Construcción y la Industria.

Por su parte, los servicios crecieron 2,7% s.e., a una tasa superior a la observada en el trimestre anterior (2,4% s.e.). Sobresalió el comportamiento de las actividades Inmobiliarias (relacionadas con el repunte de la Construcción) y de la Administración Pública Nacional. Si bien la Intermediación Financiera registró una desaceleración respecto a los elevados valores exhibidos en los tres trimestres anteriores, los datos adelantados del último trimestre de 2005 permiten inferir una aceleración de esta actividad.

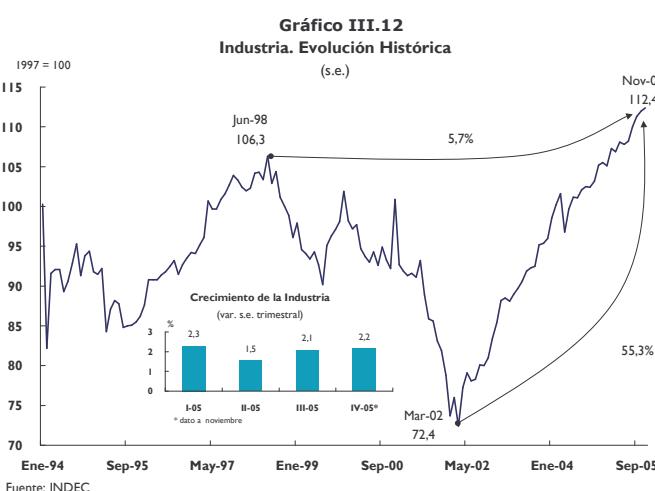
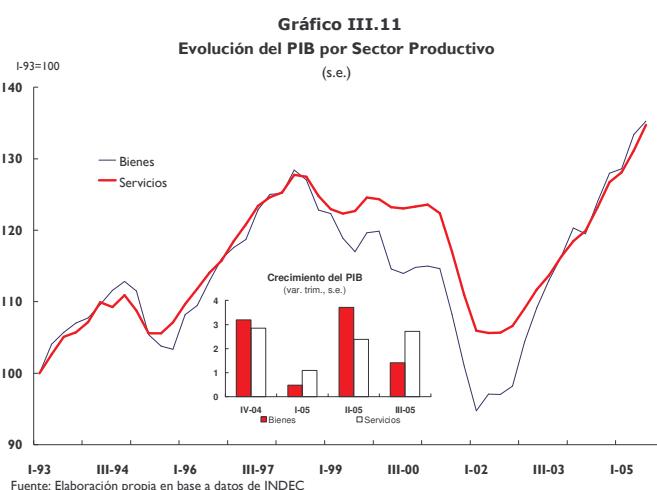
Para el cuarto trimestre de 2005 y para el corriente año se espera que la producción de servicios se mantenga como uno de los principales motores de la economía, en un contexto donde la producción de bienes mantendría tasas de crecimiento por encima de las registradas en la década pasada.

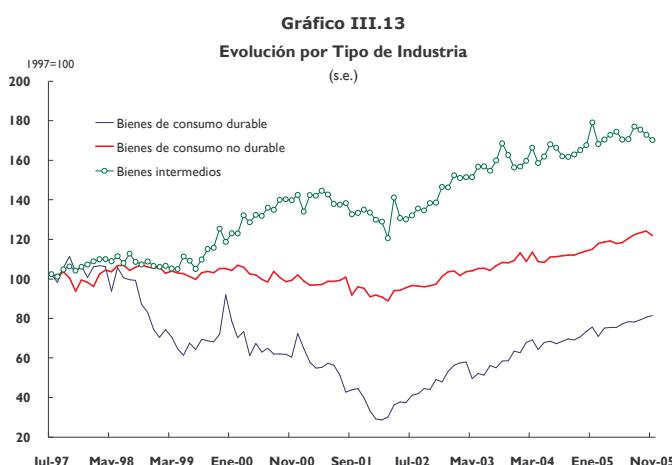
Industria

Manteniendo el ritmo de actividad de los trimestres anteriores, la industria manufacturera habría exhibido un incremento de 2,2% s.e. (9,2% i.a.) en el cuarto trimestre, aunque gran parte de la expansión se debería al importante arrastre estadístico que dejó el tercer trimestre (ver Gráfico III.12). De esta forma, el nivel de actividad sectorial concluiría el año con una expansión cercana a 8% respecto a 2004, situándose en niveles récord, 5,7% s.e. superiores a los de mediados de 1998.

A diferencia de lo ocurrido en la primera parte del año pasado, cuando la Industria crecía a un ritmo relativamente más lento pero más difundido entre los sectores, a partir de agosto el mayor dinamismo se vio concentrado en la evolución particular de ciertas ramas que en conjunto representan más de la mitad del Estimador Mensual Industrial (EMI) y que justamente sostuvieron la expansión en los primeros once meses de 2005. En particular, se destaca el impulso que han tomado los bloques de Alimentos y bebidas, Sustancias y productos químicos y Vehículos automotores.

El bloque que más contribuyó al nuevo avance de la Industria fue el alimenticio que, dada la mayor producción de aceites y





Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Cuadro III.2
EMI. Evolución Sectorial
(en porcentaje)

Bloques	Var. s.e.				Contrib. IV-05*	Var. i.a. 2005*	UCI IV-05*
	I-05	II-05	III-05	IV-05*			
Industrias metálicas básicas	-1,3	0,8	-2,6	0,4	0,0	4,2	94,0
Refinación del petróleo	0,6	-4,1	4,4	0,9	0,1	-0,7	91,2
Productos textiles	1,2	4,4	2,6	2,0	0,1	10,4	83,5
Sustancias y productos químicos	3,9	-0,4	2,2	3,1	0,7	6,8	78,1
Papel y cartón	0,0	1,9	-0,9	-3,8	-0,1	4,8	76,3
Productos alimenticios y bebidas	2,0	0,5	3,3	3,6	0,9	5,7	74,4
Edición e impresión	5,2	1,9	-0,1	1,6	0,1	8,4	74,0
Prod. de caucho y plástico	1,0	4,2	3,7	0,2	0,0	9,7	66,7
Resto de la metalmeccánica	3,6	4,4	0,7	1,5	0,2	8,3	63,0
Productos de tabaco	-2,0	2,2	-3,7	1,8	0,0	-7,7	61,9
Prod. minerales no metálicos	1,8	4,5	5,2	0,9	0,0	13,5	61,1
Vehículos automotores	3,0	3,1	8,9	5,4	0,3	28,1	49,1
EMI	2,3	1,5	2,1	2,2		7,5	72,4

* dato a noviembre

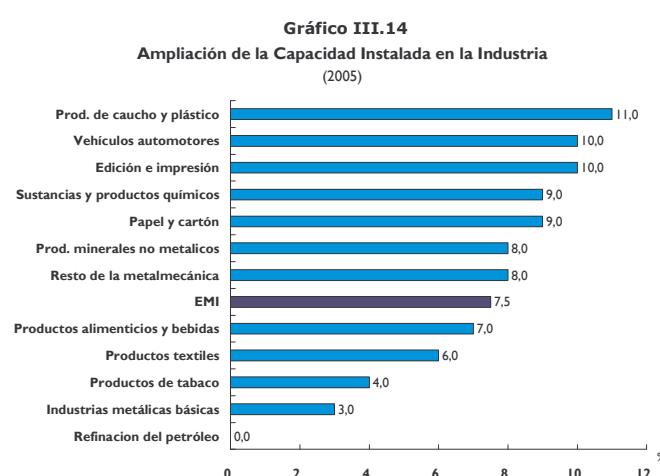
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

subproductos oleaginosos, carnes blancas y bebidas, aumentó 3,6% s.e. en los meses de octubre y noviembre respecto al promedio del tercer trimestre, acumulando en el período enero-noviembre de 2005 un incremento de 5,7% respecto al año anterior (ver Cuadro III.2). También entre los sectores de mayor dinamismo se encuentra el de Sustancias y productos químicos (3,1% s.e.) que aportó 0,7 p.p. al incremento del EMI en el cuarto trimestre, respondiendo a la mayor producción de fertilizantes y herbicidas como resultado de la superficie sembrada de soja y los mayores envíos a Brasil. Por su parte, la producción de Vehículos automotores subió en el trimestre 5,4% s.e. estimulada por la favorable evolución que presentan la demanda interna y externa y el mayor acceso al crédito. Este bloque fue uno de los que mayor impulso otorgó a la Industria a lo largo del año, expandiéndose 28,1% i.a.. En contraposición, el único sector que decreció fue el de Papel y cartón, cuya actividad se redujo 3,8% s.e. trimestral, acentuando la caída del trimestre anterior, a pesar de lo cual acumuló un incremento de 4,8% i.a. en los primeros once meses de 2005.

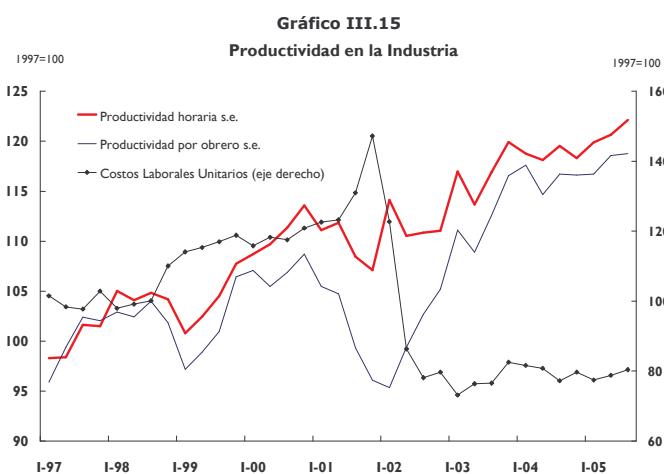
Igual que en el año previo, cuando se habían incrementado 22%, durante 2005 hubo una fuerte expansión en los productos destinados a consumo durable (13,6% i.a.), que han crecido 186% s.e. respecto de los niveles mínimos alcanzados durante la crisis económica, básicamente gracias a la manufactura de automotores y, en menor medida, productos electrónicos. La producción de Bienes de consumo no durable también se incrementó a un ritmo significativo, 7,9% i.a., estimulada por la elaboración de aceites, azúcar, bebidas, petróleo procesado y tejidos. La fabricación de Bienes intermedios se desaceleró levemente en el margen, aunque continúa en expansión en términos interanuales (6,3% i.a.). Esto último se debe al comportamiento observado en la construcción, que favoreció el crecimiento en la producción de cemento, productos relacionados con el plástico y otros materiales para la actividad, como así también al incremento en productos químicos básicos, agroquímicos y aluminio, estimulados por la mayor demanda externa (ver Gráfico III.13).

El favorable impulso que mostró la Industria en el tramo final del año no se vio reflejado en un alza similar de la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI), dada la maduración de inversiones. En efecto, mientras que la serie original (s.o.) del EMI aumentó 9,2% i.a. en el cuarto trimestre, la UCI aumentó sólo 2,6% i.a.. Suponiendo rendimientos constantes a escala, la diferencia en las velocidades de crecimiento estaría dada por una expansión de la capacidad instalada, que de acuerdo al INDEC ascendería a 7,5% para el total de la Industria. Las industrias alimenticias y químicas fueron las que presentaron una mayor contribución a la ampliación de la capacidad total del sector (ver Gráfico III.14).

De acuerdo a los datos de la Encuesta Industrial, continuó la desaceleración en el ritmo de incorporación de obreros a la actividad industrial y el Índice de Obreros Ocupados aumentó sólo 0,8% en el tercer trimestre. No obstante ello, el Índice de Valor Físico registró un incremento que redundó en una suba de la productividad por obrero, en un ámbito de incorporación de capital a la producción. La productividad del trabajo medida en términos de horas trabajadas también registró un fuerte ascenso, con lo cual ambos indicadores se ubicaron en niveles máximos históricos. El alza de la productividad de los obreros permitió compensar la suba de los salarios en términos de sus costos (deflactados por los



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



precios del sector), determinando que los costos laborales medidos por unidad de producto se mantengan en niveles similares a los del trimestre anterior y actualmente se ubiquen 39% por debajo de los vigentes en 2001 (ver Gráfico III.15).

Para 2006, se prevé que la Industria continúe evolucionando favorablemente, impulsada por la demanda interna y externa según indica la Encuesta Cualitativa Industrial del INDEC. Sin embargo, es probable que la actividad sectorial se desacelere levemente, creciendo a un ritmo menor al promedio de la economía. En este sentido, las inversiones destinadas para la ampliación de plantas industriales en algunos sectores clave se harán efectivas recién entre fines de 2006 y principios de 2007.

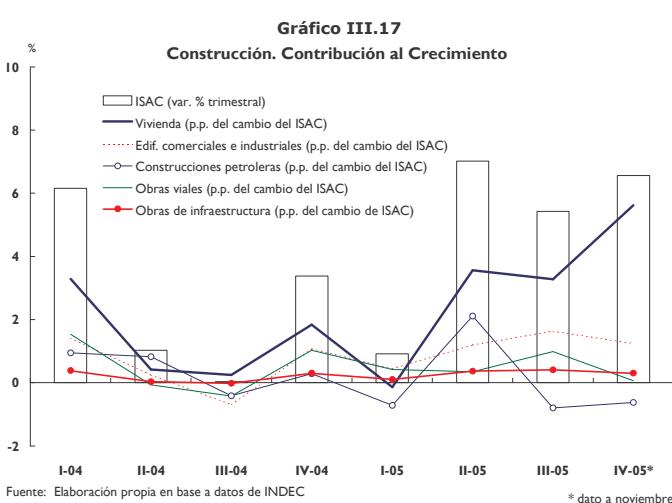
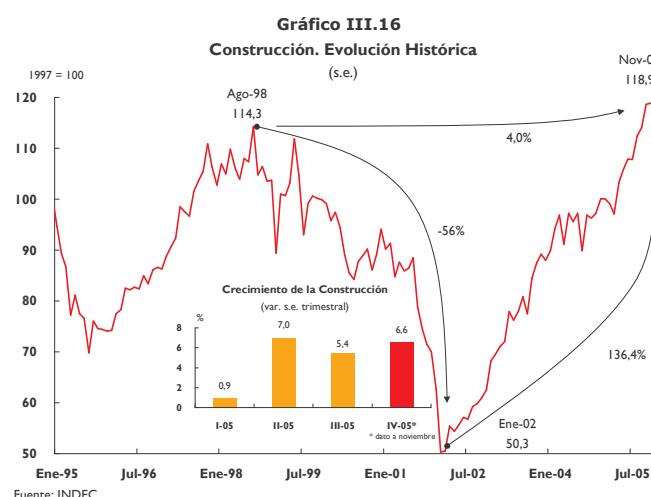
Construcción

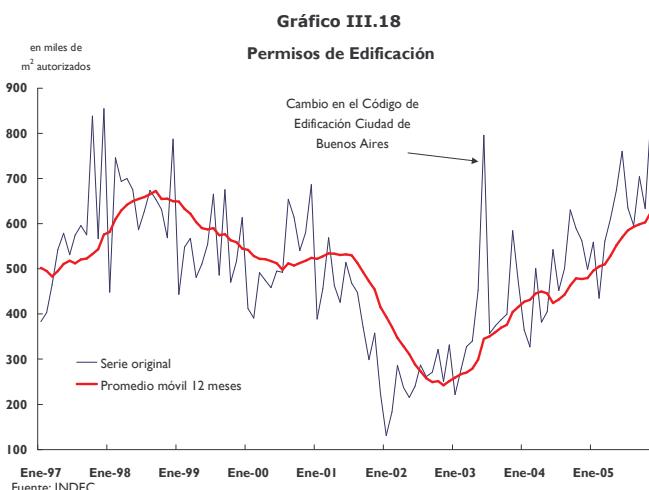
Continuando con el impulso observado desde el segundo trimestre de 2005, la actividad de la construcción volvió a acelerarse en el cuarto trimestre, convirtiéndose en uno de los sectores de la economía con mayor crecimiento en el año. Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), el sector se expandió en el bimestre octubre-noviembre 6,6% s.e. con respecto al tercer trimestre y finalizaría el año con un alza en torno a 14% i.a. De esta manera, el ISAC logró, por primera vez desde el inicio de la recuperación, superar su antiguo máximo histórico de mediados de 1998, dejando definitivamente atrás la profunda contracción experimentada durante el ciclo recesivo (ver Gráfico III.16).

Este nuevo avance de la actividad sectorial respondió a una mejora generalizada de los distintos tipos de construcciones, con excepción de las petroleras que cayeron 7,2% s.e. por debajo del nivel alcanzado en el tercer trimestre. Dentro de la construcción privada, la edificación destinada a viviendas creció 9,5% s.e. en el lapso octubre-noviembre respecto al tercer trimestre, impulsada por el mayor dinamismo que muestra el crédito hipotecario, la característica de depósito de valor que posee el sector y el atractivo que representan ciertas zonas de Buenos Aires para inversores extranjeros. Por su parte, las edificaciones comerciales e industriales se expandieron 6,7% s.e. en el mismo período, favorecidas por la reactivación observada en diversos sectores de la economía, como el agropecuario, la industria, el comercio y el turismo. Esa situación se refleja en la ampliación de plantas industriales y en el desarrollo de supermercados y establecimientos hoteleros a lo largo de todo el país (ver Gráfico III.17).

A pesar de haberse desacelerado frente al trimestre anterior, la obra pública, compuesta principalmente por obras viales y de infraestructura, continuó ejecutándose a buen ritmo en el cuarto trimestre. Las obras de infraestructura lideraron la evolución del subsector, con un crecimiento de 6,1% s.e. en los meses de octubre y noviembre, sobresaliendo las inversiones realizadas en la red energética. En cambio, las construcciones viales redujeron su dinamismo respecto al tercer trimestre, cuando habían crecido 10,6% s.e., aumentando sólo 0,7% s.e. trimestral.

En este marco, las perspectivas son muy alentadoras para este año. De la encuesta cualitativa del INDEC se desprende que las firmas constructoras se muestran optimistas sobre la evolución sectorial,





especialmente entre quienes se dedican a la obra pública. En las obras privadas, a pesar que para 2006 existen numerosas construcciones en desarrollo, tal cual se concluye a partir del importante crecimiento de los permisos de edificación otorgados, la actividad podría desacelerarse levemente con respecto al año anterior (ver Gráfico III.18).

Sector Agropecuario

Luego de la cosecha récord de 83,9 millones de toneladas alcanzada en la campaña 2004/05, la presente campaña presenta perspectivas menos favorables debido a la retracción en la siembra de cereales y a los menores rindes esperados por problemas climáticos (ver Gráfico III.19).

Impulsada por una caída de 12,4% en la superficie destinada a la siembra de cereales, la campaña 2005/06 lograría cubrir poco más de 28 millones de hectáreas, 2,6% menos que el área cubierta en la campaña anterior. Esta situación se debe principalmente a una disminución cercana a 20% en la superficie implantada de trigo, ocasionada por la insuficiente humedad de ciertas zonas del país. Asimismo, dada la falta de recarga de humedad en los suelos, el área total maicera se ubicaría en 3,1 millones de hectáreas, 8,7% por debajo de la campaña 2004/05. De esta manera, la cosecha de cereales se reduciría en 14% (ver Cuadro III.3).

Por su parte, las oleaginosas lograron incrementar la superficie cubierta en 3,8%, superando 17 millones de hectáreas sembradas. Con una cosecha estimada mayor a 45 millones de toneladas, los cultivos oleaginosos obtendrían un nuevo récord de cosecha gracias a incrementos en la superficie sembrada de girasol (17,3%) y de soja (2,1%), debido a buenas condiciones económicas para los cultivos y a la cobertura de áreas destinadas en principio a otros granos. Igualmente, dicha superficie podría sufrir variaciones por las sequías que afectaron los cultivos de soja y maíz de la campaña 2005/06.

Dentro del sector pecuario el Gobierno decidió, con el objetivo de trasladar parte de la oferta externa hacia el mercado interno, eliminar el Reintegro a la exportación de carne y se agregó un Derecho de Exportación adicional de 10% que elevó el arancel total a 15% en el último trimestre de 2005. Se sumó además la entrada en vigencia de la prohibición de faenar animales que no superen los 260 kg. en pie, que ejerció presión sobre la oferta de carne en el corto plazo afectando los precios (ver Sección VIII). Por lo tanto, en el transcurso del cuarto trimestre se observó una reducción en la faena de 0,5% respecto al mismo período del año anterior. Sin embargo, en el período enero-noviembre 2005 la faena alcanzó 13,1 millones de cabezas, lo que implica un aumento de 0,5% y una suba en la producción de carne de 3,7% con respecto al mismo lapso de 2004, aún en un contexto de retención de vientes para recomponer existencias.

A pesar de reducirse en términos trimestrales, al comparar los datos interanuales se observa un crecimiento de 34% i.a. en las exportaciones de carne gracias a un favorable contexto internacional dado por el *status* de país libre de aftosa con vacunación y un aumento de la demanda mundial de carne mayor al de la oferta, en parte afectada por la reciente aparición de brotes de aftosa en algunos estados de Brasil (ver Gráfico III.20).

Cuadro III.3

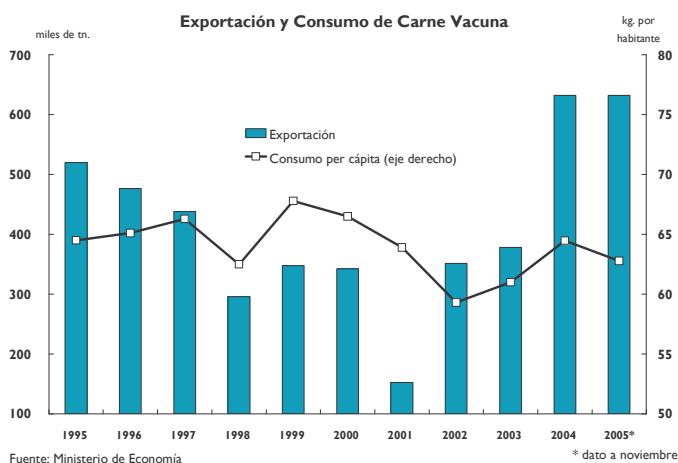
Cosecha de Granos

	2003-04		2004-05		2005-06 (estimado)		Var % 2005-06 / 2004-05	Dif. tns 2005-06 / 2004-05
	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
Cereales	34.142	49,1%	40.960	48,8%	35.189	43,2%	-14,1%	-5.771
Maíz	14.951	21,5%	19.513	23,2%	17.577	21,6%	-9,9%	-1.936
Trigo	14.563	20,9%	15.970	19,0%	12.294	15,1%	-23,0%	-3.677
Sorgo granífero	2.165	3,1%	2.894	3,4%	2.900	3,6%	0,2%	6
Arroz	1.060	1,5%	1.027	1,2%	992	1,2%	-3,4%	-35
Cebada cervecería	1.002	1,4%	886	1,1%	844	1,0%	-4,8%	-42
Avena	332	0,5%	536	0,6%	457	0,6%	-14,7%	-79
Centeno	37	0,1%	92	0,1%	82	0,1%	-10,7%	-10
Otros	33	0,0%	41	0,0%	42	0,1%	3,2%	1
Total	69.590	100%	83.928	100%	81.379	100%	-3,0%	-2.549

Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAGPyA y USDA



Gráfico III.20



Por su parte, la producción de leche cruda aumentó 10% i.a. en el bimestre octubre-noviembre, situación que quitó presión sobre los precios, que cayeron 2,8% en el mismo período. En este contexto, y dado que en los últimos meses la producción del sector se mantuvo en alza, es difícil cuantificar el impacto del aumento de los Derechos de Exportación por 180 días dictaminado por el Gobierno con el fin de reducir la demanda de materia prima del sector exportador.

En resumen, la cosecha 2005/06 sería 3% menor a la obtenida en la campaña anterior, aunque la caída podría ser mayor dada la falta de precipitaciones que afectó a los cultivos. Si bien en principio se reduciría el saldo exportable, la mayor o menor contribución en términos de exportaciones dependerá de la evolución de los precios. Por otro lado, según el Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA), el comercio de carne de los principales exportadores mundiales volvería a alcanzar nuevos récord en 2006 a pesar de las restricciones al comercio dadas por constantes brotes de enfermedades.

Servicios

La actividad del sector servicios continuó su proceso de crecimiento, que comenzó a mediados de 2002, alcanzando un incremento de 2,7% s.e. en el tercer trimestre de 2005. De esta forma, se mantuvo la tendencia registrada en el anterior trimestre, como así también la expansión de todos los rubros que lo componen, esperándose que dicha trayectoria continúe en los próximos meses. El crecimiento estuvo liderado por la Administración pública y defensa (4,7% trimestral s.e.) y las Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (3,5% trimestral s.e.), que aceleraron su dinámica a partir de la expansión de la Construcción. Por su parte, la Intermediación financiera al igual que el Transporte, almacenamiento y comunicaciones verificaron un menor dinamismo (ver Gráfico III.21).

De acuerdo a los datos adelantados del cuarto trimestre de 2005, el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) creció 2,9% s.e. (con información hasta noviembre), que si bien es mayor al tercero trimestre, resulta inferior a lo observado en la primera mitad del año (ver Gráfico III.22). El alza del trimestre estuvo explicada principalmente por la fuerte expansión en el consumo de Electricidad, gas y agua y la mayor cantidad de vehículos que pagaron peaje. Dentro del primer rubro, sobresale el incremento en la generación de electricidad que acompañó el aumento de la demanda, derivado a su vez en parte por el crecimiento del parque de equipos de aire acondicionado (ver Gráfico III.23 y III.24).

Por otro lado, los servicios telefónicos continuaron desacelerándose respecto a los resultados de los trimestres previos a raíz de la maduración del mercado de telefonía celular. Si bien la tasa de incorporación de nuevas líneas continuó aumentando a un ritmo similar a la de los trimestres anteriores (13,5%), la cantidad de llamadas realizadas se estancó en el segundo semestre de 2005.

El Gobierno continuó avanzando en la concreción de obras de infraestructura necesarias para lograr la normal provisión de insumos energéticos y abastecer la demanda creciente. A la optimización del sistema de transporte de gas, en el primer

Gráfico III.21

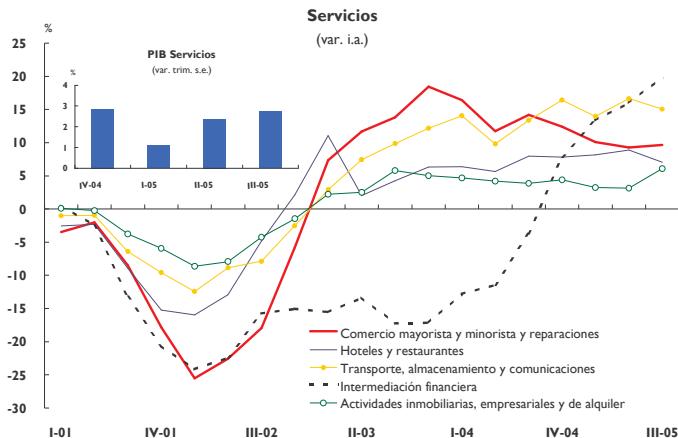
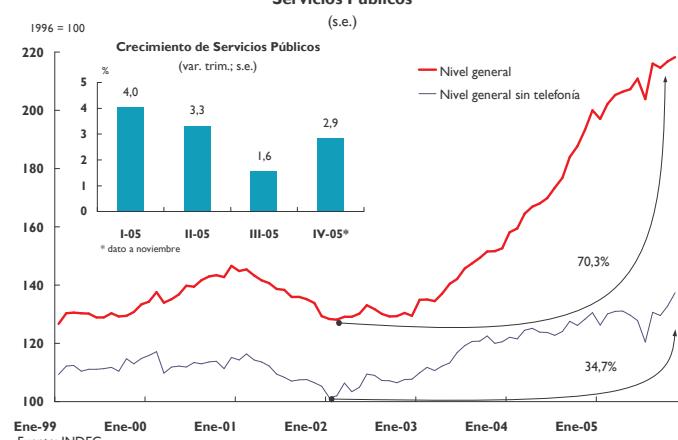
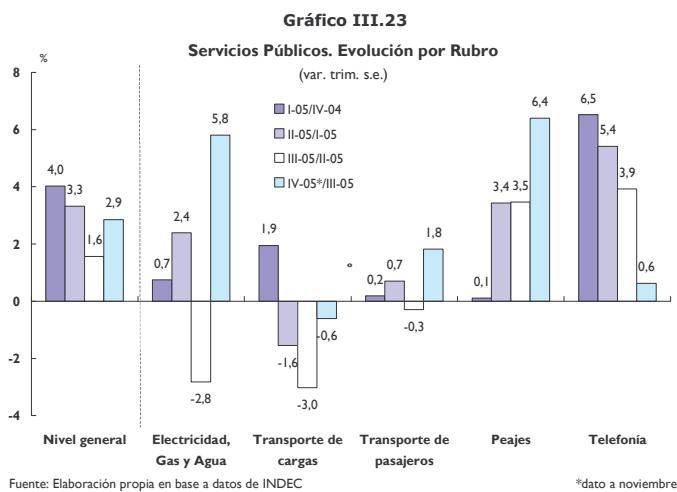


Gráfico III.22



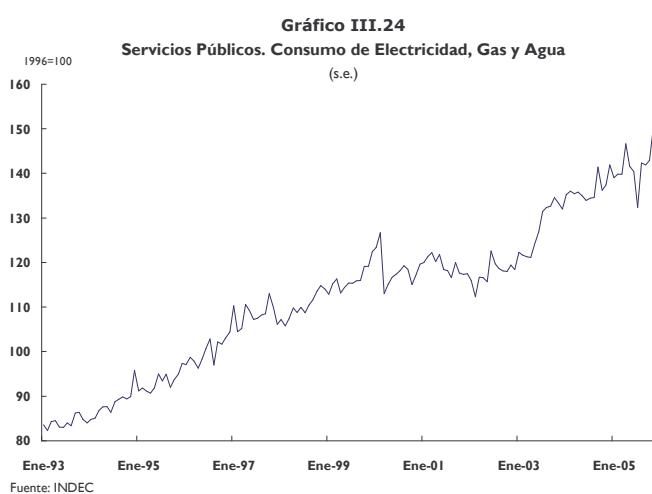


trimestre del corriente año se añadiría la concreción de la Interconexión Patagónica de transporte de electricidad. La red de transporte eléctrico vinculará al Mercado Eléctrico Mayorista Sistema Patagónico (MEMSP) con el Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) nacional permitiendo de tal forma recibir y aportar energía al resto del país, incrementando la confiabilidad de ambos sistemas. A esta inversión se le adicionaría a partir de marzo la incorporación de 300 megavatios al sistema eléctrico, a partir de la finalización de la cota 78 de Yacyretá.

Al conjunto de medidas destinadas a ampliar la oferta energética y aumentar su confiabilidad, se le agregan en el corto plazo los acuerdos firmados con países limítrofes para la provisión de gas y electricidad. En el caso del contrato firmado con Brasil, nuestro país acordó contar con un adicional de 4% de la oferta nacional para el período invernal. Asimismo, la Secretaría de Energía estableció mediante diversas resoluciones el otorgamiento de una cantidad adicional de gas a las centrales térmicas de al menos 6 millones de m³ diarios. Estas acciones mejorarían las condiciones de oferta respecto al año anterior y permitirían garantizar el normal funcionamiento de los mercados energéticos aunque sujeto a que las condiciones climáticas sean similares a las históricas.

En el mediano plazo, el Gobierno seguirá coordinando las acciones para incrementar la capacidad de generación de electricidad, mediante la construcción de dos centrales de ciclo combinado y la finalización de Yacyretá y Atucha II, así como la expansión del sistema de transporte de gas. Asimismo, en el primer trimestre del año se concretaría la ampliación del Mercado Electrónico de Gas (MEG) a los consumidores industriales y comerciales de menor porte, hecho que podría repercutir en los precios mayoristas y en los valores del Gas Natural Comprimido.

Finalmente, en materia de regulación de los Servicios Públicos se han conocido novedades en el último trimestre de 2005. Por un lado, el Poder Legislativo extendió un año más la vigencia de la Ley de Emergencia Económica (Ley N° 26.077) que permite al Poder Ejecutivo renegociar los contratos con las empresas de servicios públicos. Cabe recordar que el Gobierno aún debe terminar la negociación con 17 empresas, entre las que se destacan las distribuidoras de electricidad y gas, telecomunicaciones y las empresas de transporte público. Por otro lado, se publicó el decreto que avala la renegociación sellada con las principales empresas de transporte de electricidad, que establece incremento en los cargos por transporte entre 25% y 31%. No obstante, el impacto de la medida para los consumidores residenciales es casi nulo, en concordancia con el objetivo de no trasladar los mayores costos a estos usuarios. De hecho, a diferencia de lo que se proyectaba, no se esperan alzas a los consumidores residenciales en los contratos de empresas de servicios públicos nacionales para el corriente año de acuerdo a lo anunciado por el Gobierno. Sin embargo, sí podrían existir cambios tarifarios para este segmento en empresas provinciales, a partir de acuerdos que implican nuevas inversiones.





IV. EMPLEO Y SALARIOS

IV.1 Síntesis

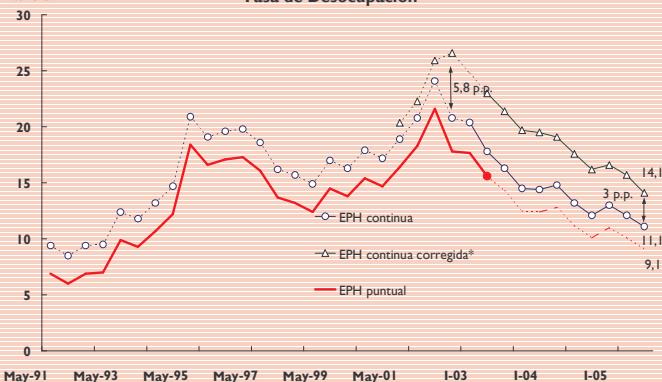
El mercado laboral continuó consolidándose en la segunda mitad de 2005, exhibiendo una importante aceleración en el ritmo de crecimiento del empleo que permitió una sensible mejora en los indicadores sociales. Los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del tercer trimestre de 2005 reflejan una caída de 2,1 puntos porcentuales (p.p.) respecto al mismo período del año previo en la Tasa de Desocupación, que se ubicó en 11,1% de la Población Económicamente Activa (PEA). Por su parte, la Tasa de Desocupación corregida por planes de empleo alcanzó a 14,1% y presentó una disminución interanual (i.a.) de 3,5 p.p., acentuada por la incorporación al mercado laboral de personas que perciben subsidios.

El importante crecimiento del empleo se concentró en el segmento asalariado formal permitiendo una mejora en los indicadores sobre la calidad del trabajo. De esta forma, la proporción de empleados que realizan aportes y contribuciones sociales en el tercer trimestre de 2005 se elevó en 1,6 p.p. respecto al mismo período del año anterior y alcanzó a 53,9% de los asalariados.

El aumento de la elasticidad empleo–Producto se mantendría en el último trimestre de 2005, con lo cual continuaría el descenso de la Tasa de Desocupación que habría finalizado el año cercana a 10% de la PEA. Para 2006, teniendo en cuenta la continuidad del proceso de crecimiento económico, se proyecta que la Tasa de Desocupación se encuentre en niveles de un dígito por primera vez en más de diez años.

Los salarios reales continuaron creciendo con fortaleza en la segunda mitad de 2005 y finalizarían el año con una expansión superior a 7%. A diferencia de lo ocurrido en los dos años previos, el incremento del poder adquisitivo se originó principalmente en las negociaciones colectivas que tomaron fuerza a partir del último trimestre de 2004, tanto en el sector privado como en el sector público. En 2006, las remuneraciones reales promedio de la economía volverán a subir aunque a una tasa más moderada.

Gráfico IV.1
Tasa de Desocupación



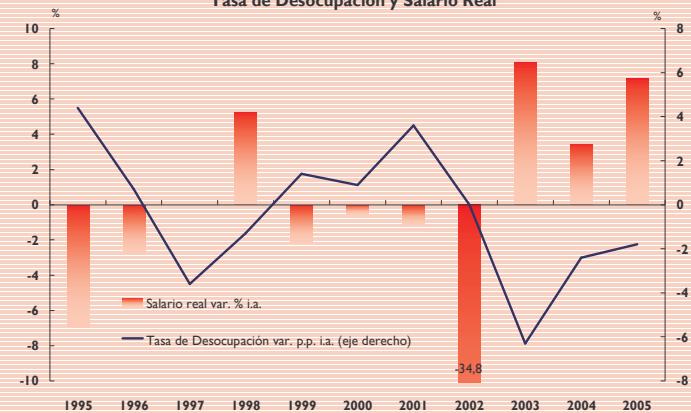
Nota: dado el corto plazo de existencia de la EPH continua, se procedió a extender los datos en base a la EPH puntual

*No considera como ocupados aquellos que perciben un plan de empleo como ocupación principal.

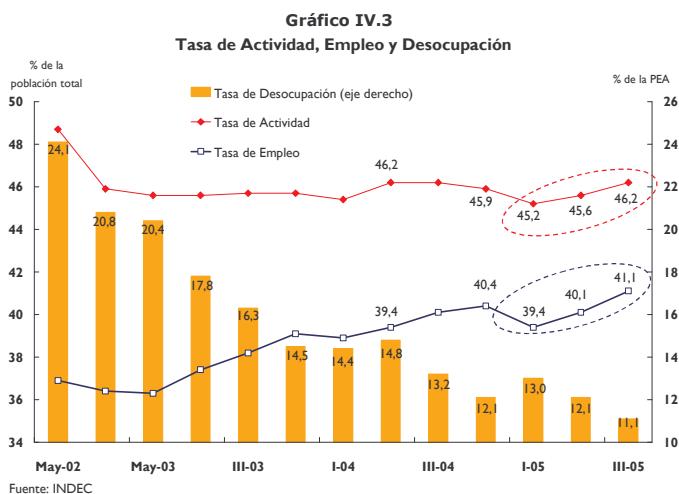
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico IV.2

Tasa de Desocupación y Salario Real

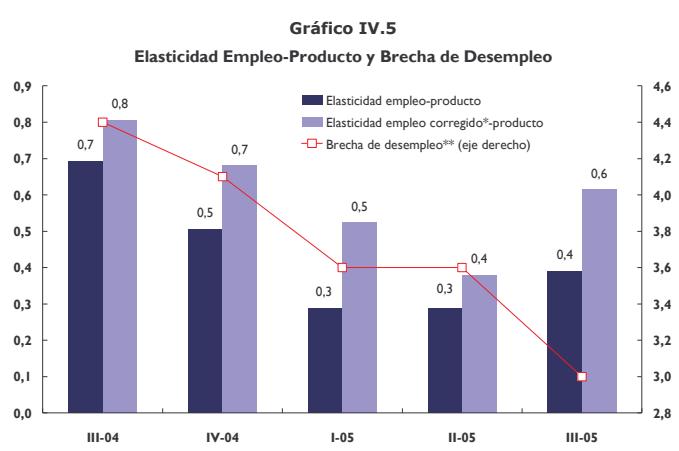
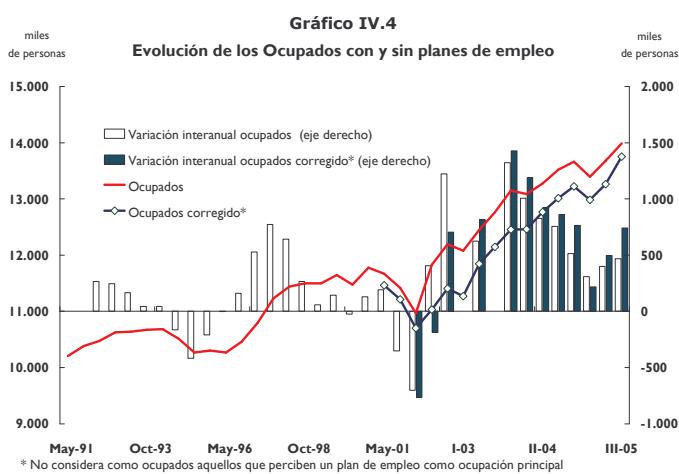


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC



IV.2 Empleo

El importante crecimiento económico observado en la segunda mitad de 2005 se vio reflejado en la evolución del mercado laboral, que registró una reducción del desempleo y una mejora en los índices de formalidad. En el tercer trimestre de 2005 la Tasa de Desocupación se ubicó en 11,1% de la Población Económicamente Activa (PEA), exhibiendo una merma de 2,1 puntos porcentuales (p.p.) respecto al mismo período de 2004. De esta forma, los niveles de desempleo se encuentran en los valores más bajos de los últimos diez años⁷ acumulando una caída de 13,0 p.p. desde el máximo observado en 2002. A lo largo de 2006, se prevé que continúe reduciéndose la desocupación acompañando el crecimiento de la economía (ver Gráfico IV.1 y IV.3).



En el tercer trimestre de 2005, la significativa creación de empleo superó la expansión de la oferta laboral y fue lo que determinó la disminución de la Tasa de Desocupación. Así, en el período se habrían creado cerca de 468.000 puestos de trabajo en términos interanuales (i.a.; extrapolando los resultados de la Encuesta Permanente de Hogares –EPH– a la población total urbana⁸), con lo cual la cantidad de personas ocupadas en los aglomerados urbanos habría alcanzado a aproximadamente 14 millones, mientras que la Tasa de Empleo se ubicó en 41,1% de la población. El impulso en la demanda laboral no sólo situó a la relación ocupados sobre el total de la población en sus valores máximos sino que también implicó una aceleración en la creación de puestos de trabajo que, luego de moderarse considerablemente en la primera mitad del año, ascendió a 3,5% i.a. en el tercer trimestre (ver Gráfico IV.4).

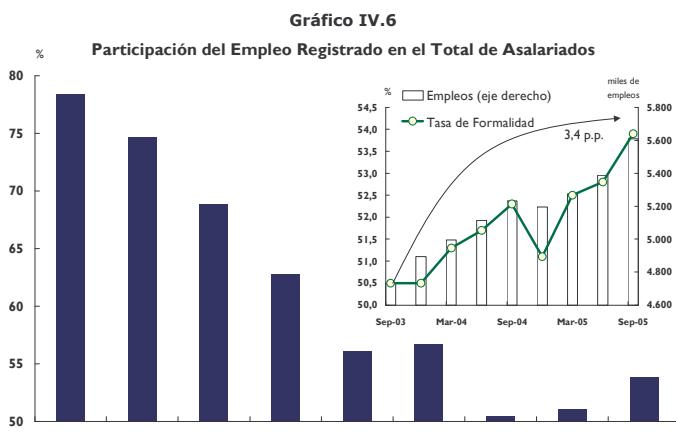
Asimismo, si no se computan los planes de empleo, los puestos de trabajo generados fueron casi 750.000 (5,7% i.a.) debido a la incorporación al mercado laboral de personas que percibían subsidios. Como contrapartida se observó una mayor convergencia entre la Tasa de Desocupación y la Tasa de Desocupación corregida por planes, que ahora se ubica en 14,1%, luego de caer 3,5 p.p. frente al mismo período del año anterior (ver Gráfico IV.5).

Dado el mayor dinamismo de la demanda de trabajo, la elasticidad empleo-Producto (calculada en términos interanuales) se ubicó en 0,4 y evidenció una suba en relación al promedio enero-junio (0,3). Si no se computa el efecto de los planes gubernamentales, la elasticidad empleo corregido*-Producto fue de 0,6. El incremento reciente era esperable teniendo en cuenta que, dado el brusco cambio en los precios relativos a favor del trabajo observado en los últimos años, la elasticidad empleo-Producto debería converger a valores más elevados que los vigentes durante la década pasada, cuando se ubicó en torno a 0,4 en promedio, aunque por debajo de los registrados durante 2003 y 2004, cuando promedió 0,8 (ver Gráfico IV.5).

La creación de empleo en el tercer trimestre siguió concentrándose en el segmento formal. De acuerdo a datos de la EPH, la proporción de empleados formales sobre el total aumentó 1,6 p.p. respecto al mismo período del año anterior, representando 53,9% de los asalariados. La fuerte recuperación se dio por el mayor crecimiento de los asalariados registrados (7,2% i.a.) frente al alcanzado por el

⁷ Si se utilizará la antigua metodología de la Encuesta Permanente de Hogares Puntual, la Tasa de Desocupación sería incluso inferior a la relevada con la metodología actual en al menos 2 p.p..

⁸ La EPH releva actualmente 28 aglomerados urbanos que representan aproximadamente 70% de la población total urbana del país.



*Nota: A partir del 2003 se utilizan datos de la EPH Continua

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y MTSS

Cuadro IV.1
Encuesta Permanente de Hogares
(en %)

Tasa	I-04	II-04	III-04	IV-04	I-05	II-05	III-05
Actividad¹							
Total	45,4	46,2	46,2	45,9	45,2	45,6	46,2
GBA	47,1	48,6	48,7	48,3	47,4	47,8	48,8
Interior	43,5	43,4	43,5	43,1	42,7	43,0	43,2
Empleo¹							
Total	38,9	39,4	40,1	40,4	39,4	40,1	41,1
GBA	40,2	40,9	41,8	42,0	40,6	41,4	42,9
Interior	37,4	37,6	38,1	38,5	37,9	38,6	38,9
Empleo Corregido¹	36,6	37,4	38,0	38,5	37,7	38,4	39,4
Desempleo²							
Total	14,4	14,8	13,2	12,1	13,0	12,1	11,1
GBA	14,6	15,9	14,1	13,0	14,5	13,0	12,0
Interior	14,1	13,3	12,0	10,8	11,1	10,3	9,8
Desempleo Corregido²	19,5	19,1	17,6	16,2	16,6	15,7	14,1
Subocupación²							
Total	15,7	15,2	15,2	14,3	12,7	12,7	13,1
GBA	17,7	15,9	16,8	15,8	13,6	14,0	11,5
Interior	13,1	14,3	13,1	12,3	11,6	11,2	14,3
Elasticidad³							
empleado-producto	0,76	0,61	0,69	0,51	0,29	0,29	0,39
empleo corregido-producto	0,93	1,08	0,81	0,68	0,52	0,38	0,61

1 Como % de la Población Total.

2 Como % de la Población Económicamente Activa.

3 Cálculo realizado en base a las variaciones interanuales.

* Recálculo incluyendo entre los desocupados a todos los ocupados cuya ocupación principal proviene de un plan de empleo

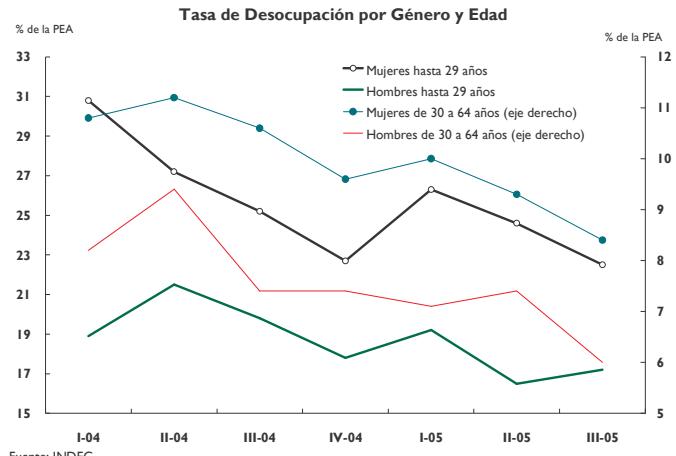
Fuente: INDEC

empleo informal (0,5% i.a.). La expansión neta de empleos formales no sólo se origina en la mayor fiscalización por parte del Gobierno, sino también en los menores incentivos de las empresas a mantener personal no registrado. En particular, el costo laboral diferencial entre un empleo formal y otro informal se vio reducido en un contexto donde muchas firmas presentan utilidades y pueden descontar los salarios y cargas patronales del pago del Impuesto a las Ganancias, disminuyendo su base imponible (ver Gráfico IV.6).

Desde el punto de vista sectorial, las actividades económicas que lideraron la expansión del empleo (tanto formal como informal) fueron los servicios financieros e inmobiliarios, con un incremento de 18,4% i.a., y la construcción (10,1% i.a.). Por su parte, la industria mantuvo un dinamismo destacado (4,2% i.a.) en tanto que el transporte y las comunicaciones registraron una importante desaceleración (aumentando 2% i.a.).

La oferta laboral creció por segundo trimestre consecutivo y la Tasa de Actividad se ubicó en 46,2% de la población total, situándose 0,6 p.p. por encima del trimestre anterior. La mejora en las posibilidades de conseguir un empleo y la caída en el poder de compra de los salarios informales habrían impulsado un mayor ingreso de personas al mercado de trabajo, en particular de trabajadores secundarios⁹, a lo cual se le podría haber adicionado alguna cuestión estacional. El incremento de la oferta laboral se concentró principalmente en el Gran Buenos Aires (GBA) donde alcanzó a 48,8% (1,0 p.p. por encima del trimestre previo) en tanto que en los Aglomerados del Interior del País (AIP) se ubicó en 43,2% (sólo 0,2 p.p. arriba del segundo trimestre; ver Cuadro IV.1).

A pesar de que la Tasa de Desocupación continúa en niveles elevados, persisten problemas de oferta concentrados fundamentalmente en puestos técnicos y profesionales. De acuerdo al INDEC, la Demanda Laboral Insatisfecha¹⁰ aumentó levemente en el tercer trimestre y pasó de 13,5% en el segundo trimestre de 2005 a 15,4%, en un contexto donde la cantidad de empresas que realizaron búsquedas de personal en el período se mantuvo prácticamente constante. La encuesta del tercer trimestre reveló que se mantienen los problemas de falta de personal calificado para las tareas relacionadas con la producción de bienes, principalmente en sectores de metales comunes, papel y cuero. Estos inconvenientes surgen especialmente en la industria, que tiene menores posibilidades de cubrir un puesto laboral con una persona con una calificación superior, algo que puede lograrse en el sector servicios.

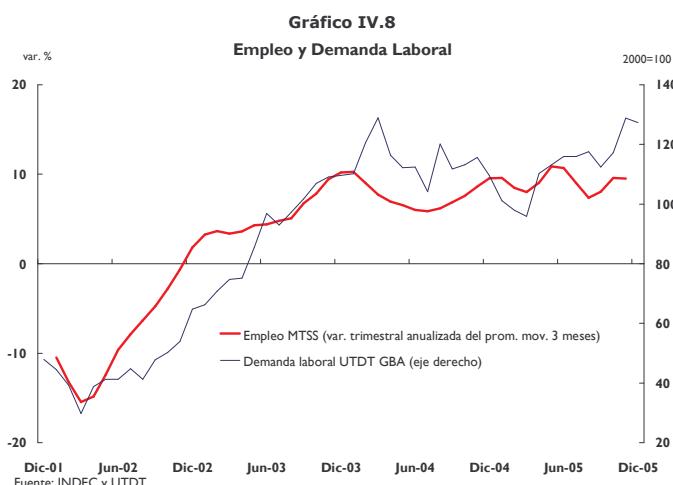


Fuente: INDEC

Adicionalmente, existen otras restricciones en un mercado laboral altamente segmentado. Realizando un análisis por nivel educativo alcanzado se puede comprobar que la Tasa de Desocupación de las personas con estudios universitarios completos ya se encontraba en 4,5% en el tercer trimestre de 2005, situándose muy por debajo de la Tasa de Desocupación promedio de la economía. También existe una marcada diferenciación en el desempleo por edad, ya que la Tasa de Desocupación de los mayores de treinta años (con mayor experiencia laboral), se ubica en alrededor de 8%, mientras que los menores de esa edad presentan una Tasa de Desocupación en torno a 20% (ver Gráfico IV.7). Por último, existen distinciones por regiones, observándose una Tasa de Desocupación de 9,8% en los

⁹ Se define como trabajador secundario a todo aquél que no es sostén de grupo familiar.

¹⁰ Se define a la Demanda Laboral Insatisfecha como la ausencia de oferta idónea de trabajadores para responder a un requerimiento específico por parte de las empresas, organismos públicos, o cualquier otra organización que actúe como demandante de sus servicios.



Aglomerados del Interior del País (AIP) y de 12% en el GBA (ver Cuadro IV.1). Claramente, este alto grado de heterogeneidad que presenta el mercado de trabajo, requiere de diversas políticas sociales para solucionar los problemas de oferta laboral que se distinguen por nivel educativo, edad, género y región.

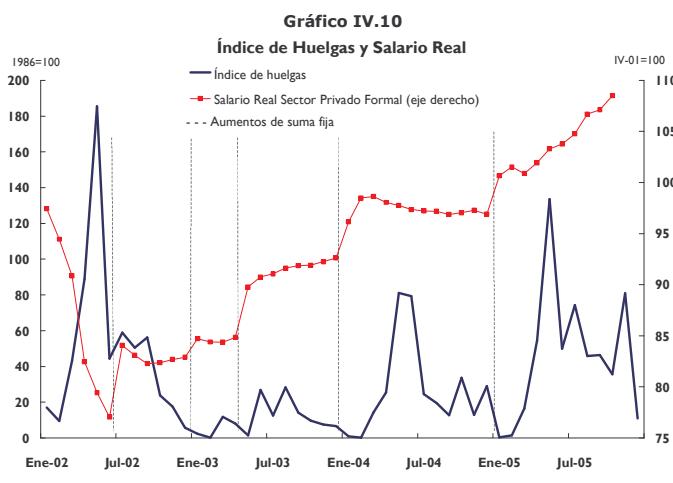
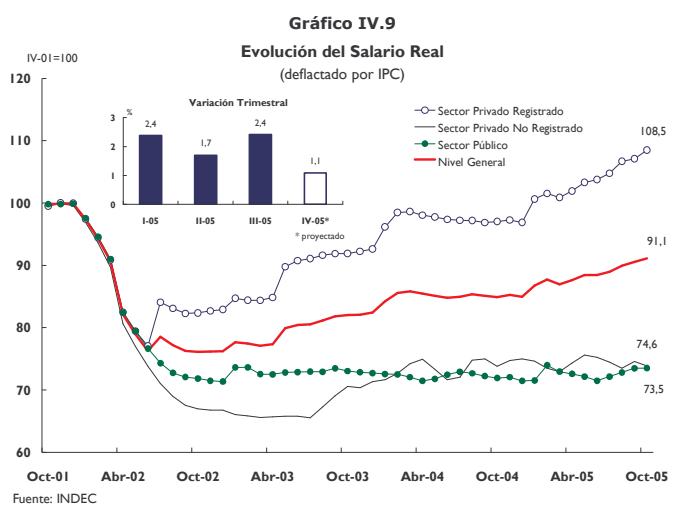
Por su parte, en el último trimestre del año los distintos indicadores adelantados confirman que la tendencia en el mercado laboral mantiene un sesgo positivo. De acuerdo a los datos de la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (MTSS), que refleja la evolución del empleo formal en empresas con 10 o más trabajadores, entre octubre y diciembre de 2005 la cantidad de asalariados creció a una tasa cercana a 10% i.a. impulsada principalmente por las subas registradas en el GBA y Córdoba. Para todas las regiones¹¹ también alcanzaron niveles récord los Índices de Demanda Laboral (IDL) relevados por la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT; ver Gráfico IV.8).

Teniendo en cuenta estos datos y el importante dinamismo de la actividad económica del último trimestre de 2005, se espera que la Tasa de Desocupación haya finalizado el año cercana a 10% de la PEA, presentando una caída interanual superior a 1,5 p.p.. Por su parte, durante 2006 continuaría la mejora del mercado laboral, aunque a un paso algo más lento, teniendo en cuenta el crecimiento proyectado de la economía y una elasticidad empleo-Producto similar a la registrada en el segundo semestre del año pasado.

IV.3 Salarios

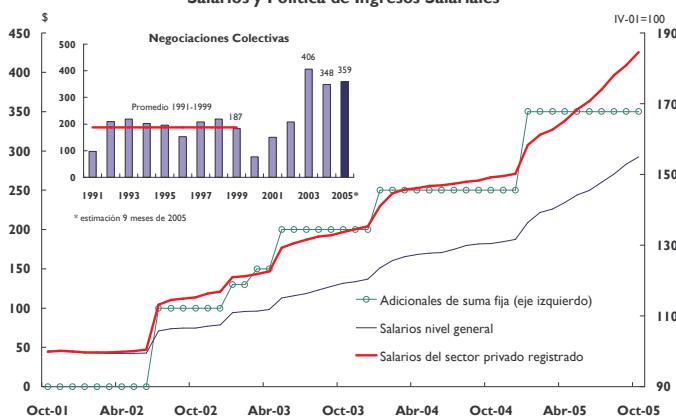
El importante aumento del salario real durante 2005, estuvo explicado principalmente por el resultado de las negociaciones colectivas privadas y, en menor medida, por los aumentos salariales otorgados por el Gobierno y las Provincias a los trabajadores públicos. De esta forma, la expansión de los salarios reales en todo el año habría sido superior a 7% i.a., registrando una aceleración respecto a lo sucedido el año anterior cuando el poder de compra de los asalariados creció 3% i.a. (ver Gráfico IV.9).

Al analizar las remuneraciones por segmentos, se observa que los salarios reales del sector privado formal habrían sido los que tuvieron el mayor incremento en el transcurso del año, con un alza en torno a 12,5% i.a.. Ello permitió recuperar totalmente lo perdido durante la crisis y ubicarse casi 9% por encima de los registros de 2001. Más allá de la suba otorgada por decreto en enero de 2005 por el Gobierno, cuando se concedió una suma fija de \$100 no remunerativos, el factor determinante de esta dinámica estuvo dado por las negociaciones colectivas de trabajo que alcanzaron a 40% de los asalariados. En este marco, la gran mayoría de los acuerdos y convenios se llevaron a cabo por canales formales de negociación. Así, los conflictos laborales que se dieron en la primer mitad del año, fueron mermando a medida que se cerraban los convenios (ver Gráfico IV.10). En particular, durante el tercer trimestre del año se homologaron 167 convenios y acuerdos laborales (cifra que duplica la del tercer trimestre de 2004). En 2006 se espera que continúen las negociaciones, provocando una nueva ronda de aumentos



¹¹ Las regiones relevadas en la confección del IDL son GBA, Rosario, Mendoza, Noroeste (Tucumán, Santiago del Estero, San Juan y Salta) y Región Sur (Mar del Plata, Bahía Blanca, Neuquén y Río Negro).

Gráfico IV.11
Salarios y Política de Ingresos Salariales



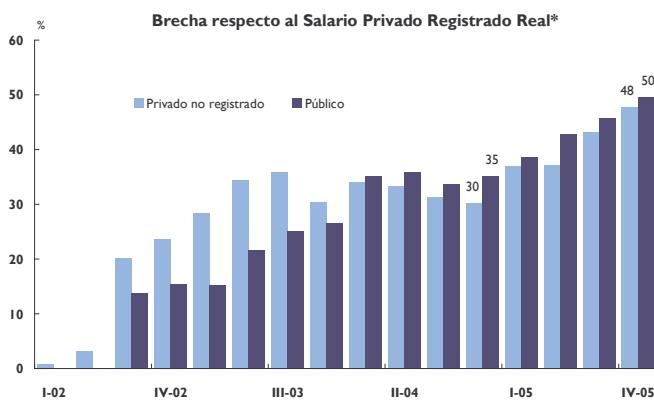
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, Boletín Oficial y Ministerio de Trabajo

salariales, aunque más moderados que los registrados el año pasado (ver Gráfico IV.11).

Por otro lado, los salarios públicos subieron levemente en el transcurso del año en términos reales (en torno a 1% i.a.). El alza se dio por las medidas implementadas por el Gobierno en los salarios de la Administración Pública Nacional en enero (con el aumento de suma fija de \$100 a salarios menores a \$1.250 mensuales) y a partir de julio, luego de la firma de un nuevo convenio colectivo, con un impacto promedio de 20% en las distintas categorías. Una situación similar fue implementada por las Provincias que incrementaron sus salarios en torno a 32% i.a. nominal en el primer semestre. A pesar del crecimiento que tuvieron los salarios públicos en el año, aún siguen estando rezagados en relación con el cuarto trimestre de 2001, encontrándose cerca de 28% por debajo de aquél nivel. En el corriente año, si bien no está estipulada una nueva suba salarial, se realizaría una nueva ronda de negociaciones a fines del primer trimestre.

Por último, los salarios reales del sector privado no registrado de la economía se mantuvieron estancados en 2005, posiblemente por el aumento en la oferta laboral en un contexto donde la demanda de empleo informal se mantiene constante. A pesar que durante el segundo trimestre hubo una recomposición del salario informal, en la segunda mitad de 2005 continuó declinando lentamente. De esta manera, los salarios informales sólo alcanzarían a mantener el poder de compra del año pasado, dando lugar a un aumento de la brecha entre las remuneraciones formales e informales (ver Gráfico IV.12).

Gráfico IV.12



* Incremento necesario para mantener constante la relación entre los salarios reales vigente en el último trimestre de 2001.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

En resumen, durante 2005 avanzó la recomposición de la distribución del ingreso aunque centrada principalmente en la mejora de los segmentos formales privados, debido a su mejor posición de negociación, en un contexto de sostenido crecimiento de la economía y de la demanda laboral. Durante 2006 continuará la recuperación de los salarios reales, a partir de las negociaciones de segunda ronda, aunque a un ritmo más moderado. La política salarial y el resultado de las negociaciones será de importancia como complemento de las políticas fiscales y monetarias para contener la inflación y las expectativas de los agentes económicos en torno a este tema.



V. SECTOR EXTERNO

V.I Síntesis

La evolución de las exportaciones sigue exhibiendo registros positivos y en 2005 las ventas externas alcanzarían un nuevo récord de aproximadamente US\$40.000 millones, con un crecimiento de 16% interanual (i.a.), alentado principalmente por la suba en los volúmenes comercializados. De esta manera, las exportaciones acumulan tres años consecutivos de crecimiento. Las manufacturas, tanto de origen agropecuario como industrial, contribuyeron a explicar más de 65% del crecimiento de las ventas externas del año pasado. Durante 2006, con un leve aporte de los precios de exportación y un incremento en las cantidades vendidas, las exportaciones alcanzarían US\$43.500 millones, mostrando un crecimiento de 10% i.a. en valor.

Las importaciones habrían ascendido a poco más de US\$28.500 millones en 2005, presentando un aumento cercano a 27% i.a.. Las compras de Bienes de capital continúan liderando el crecimiento y representan ya una cuarta parte de las importaciones totales, a sólo 1,6 puntos porcentuales (p.p.) del nivel registrado en 1998. En cambio, la importación de Bienes de consumo redujo su participación a 10,7%, el mínimo valor desde 1993, resultando el rubro donde más se habría avanzado en la sustitución de productos importados. Para 2006 se espera que las importaciones superen levemente US\$33.000 millones, con un crecimiento de 15,5% i.a. y una elasticidad importaciones-Producto cercana a 2,5 puntos, similar a la que se registraría durante 2005.

De esta manera, la Balanza Comercial finalizaría el año 2005 con un superávit en torno a US\$11.300 millones (5,5% del PIB), levemente inferior al alcanzado en 2004. El superávit comercial, principal responsable del excedente en Cuenta Corriente, continúa resultando elevado a pesar del crecimiento de las importaciones. Así, la Cuenta Corriente registraría un superávit de 2,8% del PIB en 2005. Luego del impacto que tuvo la concreción del canje de la deuda pública en cesación de pagos, la decisión de cancelar la totalidad de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) tendría un leve efecto positivo adicional sobre la Cuenta Corriente a raíz del ahorro de intereses. Así, en 2006 se espera que la Cuenta Corriente registre un superávit de 2,4% del PIB.

La Cuenta Capital y Financiera cerraría 2005 con un ingreso neto superior a los US\$3.000 millones. En 2006, una vez descontado el pago al FMI, el superávit de la Cuenta Capital y Financiera podría ser mayor a partir de un crecimiento de la financiación externa (especialmente destinada al sector privado) y la recuperación que continuaría mostrando la Inversión Extranjera Directa (IED). La acumulación de Reservas Internacionales durante el último año resultó un nuevo récord histórico, superando US\$8.400 millones.

Gráfico V.1
Evolución del Comercio Exterior. Precios y Cantidades
(var. % i.a., prom. mov. 3 meses)

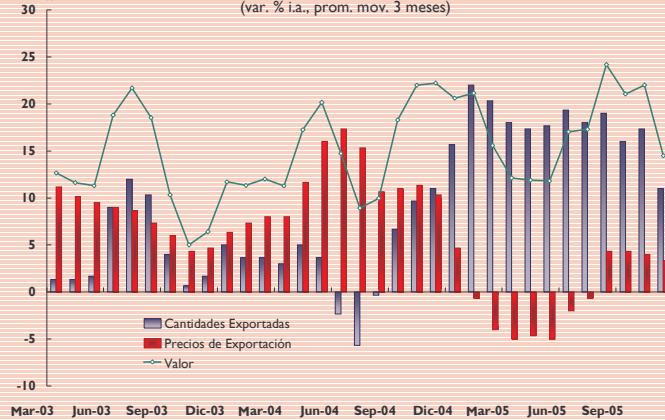
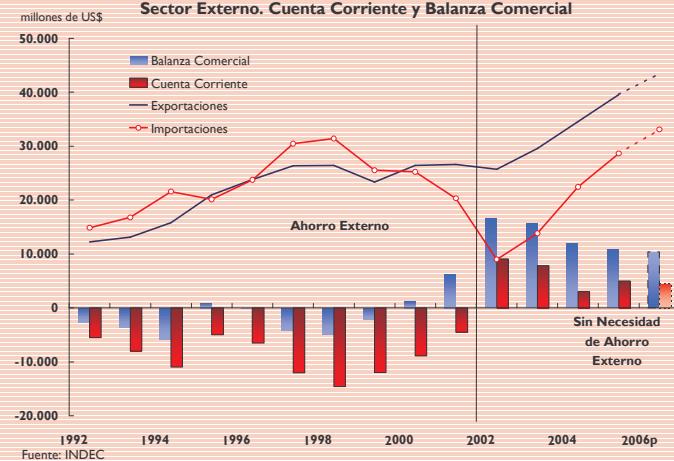
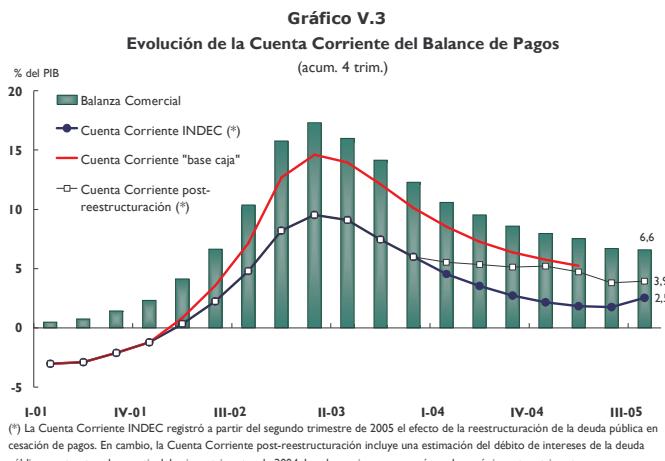


Gráfico V.2
Sector Externo. Cuenta Corriente y Balanza Comercial



Fuente: INDEC



V.2 Cuenta Corriente del Balance de Pagos

La Cuenta Corriente habría finalizado 2005 con un superávit de 2,8% del PIB, aproximadamente US\$5.000 millones. Este registro es elevado aún teniendo en cuenta la fuerza y persistencia de la recuperación del ingreso nacional, que incluso medido en dólares acumula un incremento de 70% desde el año 2002. Así, el cierre de la brecha externa no constituye una preocupación en el corto plazo y contribuye a reforzar la solvencia externa del país. De hecho, durante el tercer trimestre de 2005, el superávit en Cuenta Corriente fue superior al registrado un año atrás (corregido por el ahorro de intereses a raíz de la concreción del canje de la deuda pública en cesación de pagos), interrumpiendo la tendencia declinante que se observaba desde el tercer trimestre de 2003 (ver Gráfico V.3).

El superávit en Cuenta Corriente está apoyado en la evolución del saldo de la Balanza Comercial de Bienes, que ascendería a cerca de 6% del PIB durante 2005, fruto del muy buen desempeño de las exportaciones, que habrían trepado a US\$40.000 millones, un nivel inédito para nuestro país (ver Gráficos V.1 y V.2). Por su parte, la Balanza de Servicios continúa exhibiendo un leve déficit, aunque se observa un importante crecimiento de las exportaciones. En efecto, durante los primeros tres trimestres del año pasado, las ventas de servicios a no residentes aumentaron más de 20% interanual (i.a.), superando incluso el crecimiento de las importaciones de servicios (17% i.a.). La reducción del déficit estuvo dado por el menor resultado negativo de la cuenta viajes (que registra los ingresos y egresos por turismo internacional), a raíz del fuerte incremento que muestra el turismo receptivo (ver Cuadro V.1).

En 2006 se espera que la Cuenta Corriente continúe mostrando un superávit de magnitud, que superaría 2% del PIB. Asimismo, luego del impacto que tuvo la concreción del canje de la deuda pública en cesación de pagos¹² (que seguiría aportando positivamente en la comparación interanual durante el primer trimestre de 2006 ya que el canje se registró en el segundo trimestre de 2005), la decisión de cancelar la totalidad de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) tendría un leve efecto positivo adicional sobre la Cuenta Corriente a raíz del ahorro de intereses. Se estima que el ahorro de intereses en 2006 por la deuda contraída con el FMI ascendería a US\$400 millones aproximadamente. Sin embargo, el monto involucrado representa sólo 5% del flujo esperado de intereses externos pagaderos este año y menos de una quinta parte de los correspondientes al Sector Público Nacional no Financiero.

Balanza Comercial¹³

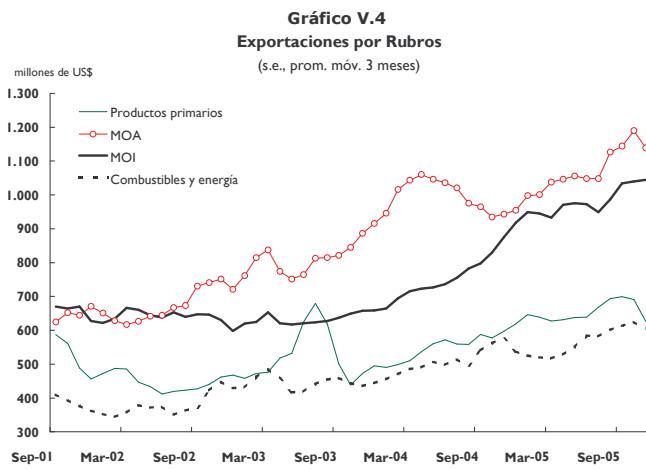
La Balanza Comercial finalizaría 2005 con un superávit en torno a US\$11.300 millones, cifra levemente inferior a la alcanzada en 2004. De esta manera, el superávit comercial, principal responsable del excedente en Cuenta Corriente, continúa resultando elevado a pesar del marcado crecimiento de las importaciones. Dicha situación fue posibilitada fundamentalmente por el fuerte avance de

Cuadro V.1
Estimación del Balance de Pagos, Cuenta Corriente
(millones de US\$)

	2003	III-04	IV-04	2004	I-05	II-05	III-05
Cuenta Corriente (*)	7.659	585	463	3.281	51	1.779	2.105
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	6,0	1,5	1,2	2,2	0,1	3,7	4,5
Cuenta Corriente post-reestructuración, anualizada en % del PIB (*)	6,0	4,0	4,0	5,2	3,4	3,4	3,4
Mercancías	16.448	3.245	2.881	13.239	2.756	3.388	3.759
Exportaciones FOB	29.566	8.960	8.837	34.550	8.423	10.599	10.843
Importaciones FOB	13.118	5.715	5.956	21.312	5.666	7.210	7.084
Servicios	-1.396	-490	-287	-1.649	-504	-548	-404
Exportaciones de servicios	4.205	1.229	1.526	9.221	1.618	1.390	1.472
Importaciones de servicios	5.601	1.719	1.813	6.870	2.123	1.938	1.875
Rentas	-7.970	-2.299	-2.322	-8.951	-2.359	-1.224	-1.403
Renta de la inversión	-7.952	-2.292	-2.316	-8.924	-2.353	-1.213	-1.395
Intereses	-7.319	-1.679	-1.718	-6.956	-1.666	-582	-606
Pagados	9.932	2.401	2.509	9.774	2.473	1.332	1.349
Utilidades y Dividendos	-633	-613	-598	-1.968	-687	-632	-789
Ganados	451	167	169	599	147	182	204
Pagados	1.084	781	767	2.568	834	814	993
Otras Rentas	-18	-7	-6	-27	-6	-11	-8
Transferencias corrientes	577	128	191	640	157	162	153

(*) La Cuenta Corriente registró a partir del segundo trimestre de 2005 el efecto de la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos. En cambio, la Cuenta Corriente post-reestructuración incluye una estimación del débito de intereses de la deuda pública reestructurada a partir del primer trimestre de 2004. Las dos series convergerán en los próximos tres trimestres.

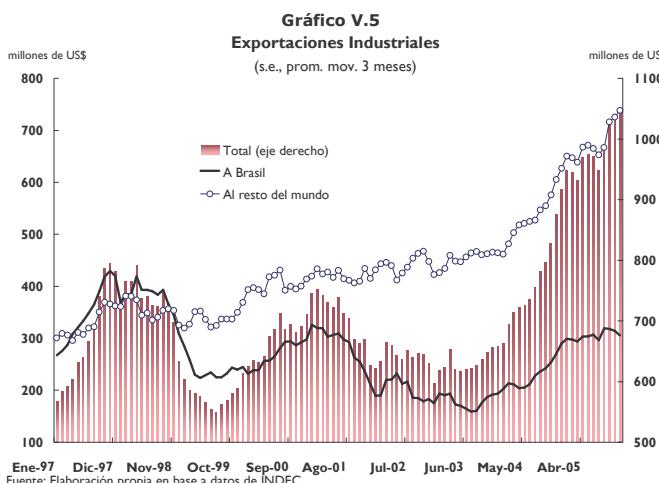
Fuente: INDEC



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

¹² Tal cual fuera comentado en el **Informe de Inflación** del cuarto trimestre de 2005, el Balance de Pagos contabiliza las transacciones entre residentes y no residentes en base devengado y por lo tanto registra en el débito el devengamiento de intereses aún en el caso que permanezcan impagos. Dado que la nueva deuda producto de la reestructuración devenga intereses muy inferiores a los de la deuda pre-default y que las estimaciones del Balance de Pagos no contabilizan los intereses devengados sobre la deuda con no residentes en títulos del Gobierno Nacional no ingresada al canje (*hold outs*), eso generó una reducción de aproximadamente US\$1.000 millones en ese concepto.

¹³ En el caso de la Balanza Comercial se consideran las importaciones CIF (incluyendo el costo del seguro y fletes) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos FOB.



las exportaciones durante el año pasado, que superó todas las proyecciones. Así, en 2005 las ventas externas alcanzarían poco menos de US\$40.000 millones, con un crecimiento de 16% i.a.. A diferencia de lo sucedido en 2004, cuando el crecimiento de las exportaciones fue explicado en mayor medida por la mejoría de los precios de exportación, durante 2005 se dio casi exclusivamente por el incremento de las cantidades vendidas, ya que los precios se mantuvieron prácticamente sin cambios, en el ya elevado nivel que mostraban en 2004. Sin embargo, durante el último trimestre de 2005 se comenzó a notar una leve desaceleración de las exportaciones relacionada con la reducción de la cosecha de cereales de la campaña 2005/2006 y con un menor crecimiento de las ventas externas industriales.

Si bien todos los rubros de exportación mostraron un crecimiento que como mínimo se ubicaría apenas por debajo de 10% i.a., el rubro de mayor aporte fue el de las Manufacturas de origen industrial (MOI), que incluso sin computar el mes de diciembre alcanzó un nuevo récord histórico en 2005, superando por primera vez el umbral de los US\$10.000 millones. De esta manera, durante el año pasado las exportaciones de MOI habrían crecido cerca de 30% i.a., apuntaladas en alguna medida por los mayores precios de metales y derivados del petróleo, pero fundamentalmente a partir del incremento de las cantidades exportadas (ver Cuadro V.2). Si bien a lo largo del año crecieron las exportaciones de todos los productos industriales, se destaca el aumento de las ventas de material de transporte terrestre y de metales comunes y sus manufacturas, que en conjunto explican más de 60% del alza de las exportaciones industriales (ver Gráficos V.4 y V.5).

Durante 2006 las exportaciones seguirían creciendo aunque a un ritmo menor al actual. Con un leve aporte de los precios de exportación (ver Sección II), conjuntamente con un nuevo incremento en las cantidades vendidas (aunque menor al del año pasado), las exportaciones alcanzarán US\$43.500 millones, con un crecimiento en valor de 10% i.a., que sería resultado de una evolución disímil a nivel de grandes rubros. En efecto, la salida de Productos primarios (PP) se vería afectada por la reducción proyectada de la cosecha de cereales (trigo y maíz principalmente) y por la disminución de las exportaciones de porotos de soja, habida cuenta de la maduración de varios proyectos de inversión destinados a la producción local de aceite. Estas inversiones incluyen la ampliación de plantas preexistentes y la construcción de nuevas instalaciones, en su mayoría destinadas al procesamiento de soja. Este proceso es acompañado por inversiones con el fin de acrecentar la capacidad de acopio de granos y de embarque, algunas de las cuales ya se encuentran operativas (ver Cuadro V.3).

Parte de las menores ventas de PP se vería compensada por el incremento de las exportaciones de Manufacturas de origen agropecuario (MOA), principalmente aceites y pellets. Adicionalmente, se proyecta una evolución favorable de las ventas de los rubros de carnes y lácteos, asociada también con los elevados precios internacionales para dichos productos. Por otro lado, la exportación de productos agropecuarios no se vería favorecida en el corto plazo por avances que puedan darse respecto a subsidios y barreras al comercio de productos agrícolas, teniendo en cuenta la última Conferencia Ministerial llevada a cabo en Hong Kong, en el marco de la Ronda de Doha, dentro del ámbito de la Organización Mundial del Comercio (ver Apartado 2).

Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros y Contribución al Crecimiento
(millones de US\$)

Rubro	Enero-Noviembre						
	2004	2005	Var		Precios	Cantidades	Contribución %
			Valor	%			
Productos primarios	6.373	7.297	924	14,5	-10	27	18,9
MOA	11.021	11.964	943	8,6	-7	17	19,3
MOI	8.546	10.889	2.343	27,4	12	14	47,8
Combustibles y energía	5.648	6.336	688	12,2	32	-15	14,0
TOTAL	31.588	36.486	4.898	15,5	0	15	100,0

Fuente: INDEC

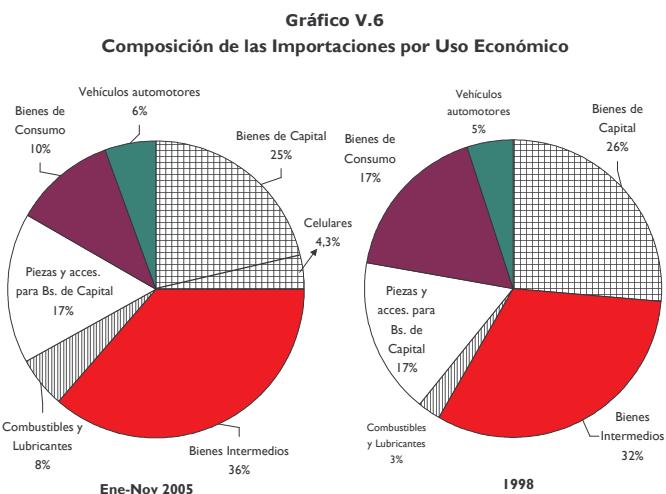
Cuadro V.3
Inversiones en la Industria Oleaginosa

Período 2005-2006

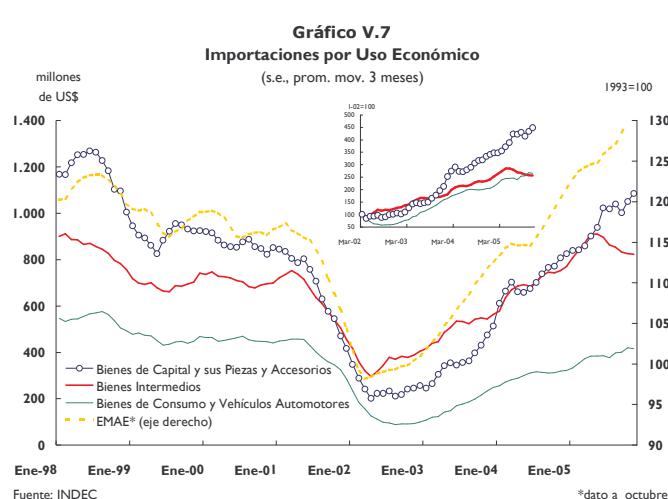
(en millones de US\$)

Empresa y Destino		Inversión
BUNGE		
Planta y puerto en Ramallo		300
CARGILL		
Molienda y puerto, Villa Gobernador Gálvez		160
Ampliación molienda y puerto Quebracho		20
Fábrica y distribución fertilizantes, San Martín		20
AGD		
Aumento molienda y elaboración en T6, Chabás y Deheza		139
MOLINOS RÍO DE LA PLATA		
Molienda y muelle propio en San Lorenzo		80
DREYFUS		
Planta y terminal portuaria en Timbúes		65
TERMINAL 6		
Ampliación planta de molienda		60
VICENTIN		
Molienda en San Lorenzo y planta lecitina / girasol en Ricardone		40
NOBLE GROUP		
Puerto en Timbúes		25
AFA		
Ampliación molienda, almacenaje, refinado, etc. en Los Cardos		8
TOTAL		917

Fuente: Bolsa de Comercio de Rosario



Fuente: INDEC



Fuente: INDEC

Por otro lado, se espera que en 2006 las exportaciones industriales sigan creciendo, aunque a un ritmo inferior al de 2005, debido a las restricciones de oferta en algunos sectores de la industria manufacturera, tales como metales y sus manufacturas. En este sentido, el principal impulso a las exportaciones industriales seguiría dado por las industrias automotriz y química, aunque también se podría verificar un fuerte aumento de las ventas de metales preciosos (un rubro que hasta 2004 resultaba muy poco significativo) a raíz de la entrada en funcionamiento de la mina Veladero, dedicada a la extracción de oro y plata en la provincia de San Juan. Por último, se proyecta un aumento de las exportaciones de Combustibles y energía, tomando en consideración que el elevado nivel de precios del crudo durante el segundo semestre de 2005 se mantendría a lo largo del corriente año, lo que permitiría más que compensar la leve reducción esperada de las cantidades exportadas.

Las importaciones habrían ascendido a poco más de US\$28.500 millones en 2005, presentando un aumento cercano a 27% i.a.. Las compras de Bienes de capital continúan liderando el crecimiento y si bien todavía se encuentran por debajo del monto récord correspondiente al año 1998, representan ya 25% de las importaciones totales, sólo 1,6 p.p. inferior a la proporción registrada en ese año (ver Gráfico V.6). Sin embargo, la importación de Bienes de capital medida en términos absolutos se encuentra todavía muy por debajo del récord alcanzado en 1998, cuando ascendieron a US\$8.500 millones. Igualmente el crecimiento de esta clase de importaciones no implica necesariamente un aumento de igual magnitud de la inversión, ya que algunos de los bienes incluidos en la clasificación de Bienes de capital podrían ser considerados en parte como Bienes de consumo duradero. Tal es el caso de los productos que exhiben el mayor crecimiento dentro de los Bienes de capital, básicamente teléfonos celulares y computadoras. Sin embargo, excluyendo la totalidad de estos productos, la importación de Bienes de capital seguiría mostrando una saludable tasa de crecimiento de 37% en 2005.

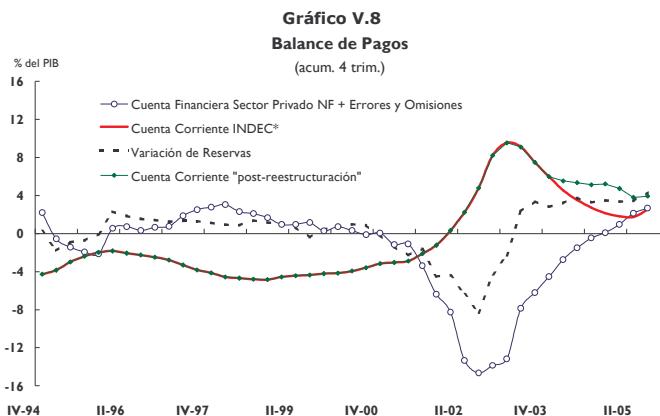
En cambio, la importación de Bienes de consumo continúa creciendo a menor ritmo que las importaciones totales provocando una reducción de su participación a 10,7%, el mínimo valor desde 1993, lo que constituiría una evidencia parcial del avance del proceso de sustitución de importaciones. Por su parte, las compras de Bienes intermedios, principal rubro de importación, cerrarían 2005 con un incremento cercano a 20% i.a., aunque explicado en mayor medida por un aumento de precios, ya que las cantidades importadas crecerían menos de 10% en el año, mostrando cierta desaceleración en el margen (ver Gráfico V.7 y Cuadro V.4).

Para 2006 se espera que las importaciones superen levemente US\$33.000 millones, con un crecimiento de 15,5% i.a., consistente con una elasticidad importaciones-Producto cercana a 2,5, similar a la que se registraría durante 2005. La elasticidad no se reduciría significativamente debido a varios factores, entre los que se cuentan el crecimiento de la gasto interno frente a la escasez de oferta en algunos sectores de la economía, como así también el aumento de la capacidad de procesamiento de aceites, lo que podría dar lugar a un incremento de las importaciones de semillas oleaginosas y cereales para suplir la menor cosecha local.

Cuadro V.4
Importaciones por Uso Económico y Contribución al Crecimiento
(millones de US\$)

Uso Económico	Enero-Noviembre						
	2004	2005	Var.		Precios Var. %	Cantidades Var. %	Contribución %
			Valor	%			
Bienes de Capital	4.738	6.392	1.654	34,9	-2	37	28,2
Bienes Intermedios	7.887	9.527	1.640	20,8	12	8	28,0
Combustibles y Lubricantes	936	1.418	482	51,5	39	9	8,2
Piezas y Accesorios para Bienes de Capital	3.277	4.416	1.139	34,8	0	35	19,4
Bienes de Consumo	2.253	2.873	620	27,5	1	27	10,6
Vehículos Automotores de Pasajeros	1.102	1.452	350	31,8	-	-	6,0
Resto	143	121	-22	-15,4	-	-	-0,4
TOTAL	20.336	26.199	5.863	28,8	8	21	100,0

Fuente: INDEC



(*) La Cuenta Corriente INDEC registró a partir del segundo trimestre de 2005 el efecto de la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos. En cambio, la Cuenta Corriente post-reestructuración incluye una estimación del débito de intereses de la deuda pública reestructurada a partir del primer trimestre de 2004. Las dos series convergerán en los próximos tres trimestres.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

El país registró superávit en el comercio con todas las regiones, con excepción del MERCOSUR. Esto se debe al creciente déficit comercial con Brasil, que habría alcanzado un nuevo récord en 2005 al sumar aproximadamente US\$3.500 millones, prácticamente duplicando el rojo registrado en 2004. Esta dinámica se dio a raíz de que el crecimiento de las exportaciones argentinas con destino a Brasil (12% i.a.) resultó sensiblemente inferior al incremento de las importaciones nacionales desde el principal socio comercial, que crecieron cerca de 35% i.a., por encima incluso de las importaciones totales. La totalidad del déficit comercial bilateral se explica por el comercio de manufacturas industriales, en el cual nuestro país siempre registró un saldo negativo con Brasil, habiéndose ampliado sensiblemente en los últimos años. Un factor que influyó en el crecimiento del déficit bilateral estuvo dado por el bajo crecimiento presentado por el país vecino, a lo que sumó el cambio de precios relativos observado luego de la devaluación del peso argentino a comienzos de 2002.

Los productos provenientes de la Unión Europea (UE) o el NAFTA se encarecieron relativamente en relación a los bienes importados desde Brasil. De esta manera, el déficit comercial bilateral sería en parte la contracara de los superávit registrados en el comercio con la UE y el NAFTA, inversamente a lo que sucedió durante la Convertibilidad, cuando el país mantenía un saldo comercial positivo con Brasil pero deficitario con los otros dos grandes socios comerciales. Durante 2006 no se prevé que esta dinámica cambie en forma sustancial, aunque en última instancia el saldo del comercio bilateral dependerá en gran medida del crecimiento relativo y de la competitividad de ambas economías.

En 2006 la Balanza Comercial arrojaría un superávit de aproximadamente US\$10.400 millones (US\$11.500 si se contabilizan las importaciones en términos FOB), levemente menor que los últimos tres años, pero aún elevado en términos históricos.

V.3 Cuenta Capital y Financiera

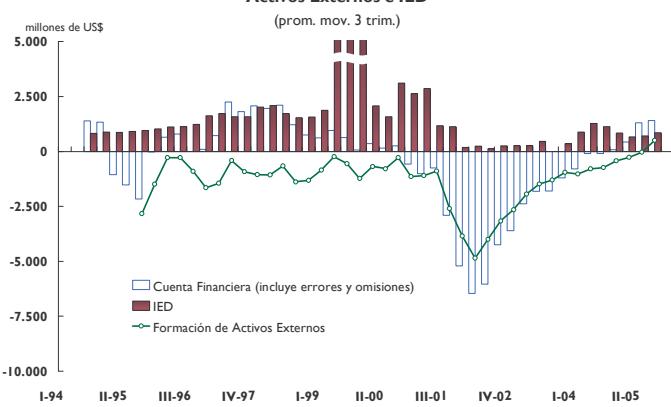
A lo largo de 2005 continuó observándose un importante ingreso de fondos en la Cuenta Capital y Financiera, impulsado por la recuperación de la confianza en la economía argentina. Durante el tercer trimestre la Cuenta Capital y Financiera arrojó un saldo positivo de US\$415 millones. A diferencia de las cifras registradas con anterioridad a la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos, el ingreso neto en la Cuenta Capital y Financiera del trimestre no incluye el financiamiento involuntario de atrasos de intereses en la deuda pública en cesación de pagos (ver Gráfico V.8).

La Cuenta Financiera del Sector público (incluyendo al BCRA) resultó superavitaria ya que las colocaciones de títulos a no residentes realizadas durante el período (US\$900 millones, más de un tercio con destino a Venezuela) prácticamente compensaron los pagos netos de capital a organismos internacionales (US\$919 millones) y el resto de las operaciones del sector arrojó un leve saldo positivo. Por su parte, el Sector privado financiero registró un déficit de US\$413 millones y el Sector privado no financiero alcanzó un superávit de US\$467 millones. En efecto, si bien los ingresos de capitales privados fueron bastante menores que en el segundo trimestre, cuando se registró un importante influjo de capitales a raíz de la exitosa concreción del canje de deuda, por

Cuadro V.5							
Estimación del Balance de Pagos, Cuenta Capital y Financiera							
	2003	III-04	IV-04	2004	I-05	II-05	III-05
	(millones de US\$)						
Cuenta capital y financiera	-3.176	420	169	1.866	405	1.489	211
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-2,5	1,1	0,4	1,2	1,0	3,1	0,4
Cuenta capital	70	36	0	42	47	4	36
Activos no financieros no producidos	38			0			
Cuenta financiera	-3.246	384	169	1.824	358	1.486	175
Sector Bancario	-3.001	-676	-1.014	-3.097	-1.814	-1.078	-1.189
BCRA	-868	-629	-863	-1.990	-1.105	-990	-777
Otras entidades financieras	-2.133	-47	-151	-1.107	-709	-88	-413
Sector Público no Financiero	4.637	1.199	1.278	4.946	1.296	-2	897
Gobierno Nacional	4.735	1.185	1.392	5.071	1.299	1	875
Gobiernos Locales	167	65	22	192	63	-2	23
Empresas y otros	-265	-51	-136	-318	-66	0	0
Sector Privado No Financiero	-4.882	-139	-95	-25	876	2.566	467
Errores y Omisiones Netos	-902	-286	515	173	396	-335	245
Variación de Reservas Internacionales	3.581	719	1.147	5.318	851	2.933	2.560

Fuente: INDEC

Gráfico V.9
Sector Privado no Financiero: Cuenta Financiera, Formación de Activos Externos e IED



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

cuarto trimestre consecutivo la Cuenta Financiera del Sector privado (incluyendo errores y omisiones) arrojó un ingreso neto, consolidando así la reversión de los flujos de capital. En particular, la formación de activos externos del Sector privado no financiero resultó negativa por cuarto trimestre consecutivo. Así, en los primeros nueve meses del año la formación neta de activos externos por parte del Sector privado no financiero fue negativa en más de US\$1.500 millones (ver Gráfico V.9 y Cuadro V.5).

Se proyecta que la Cuenta Capital y Financiera finalice 2005 con un ingreso neto superior a los US\$3.000 millones, contemplando un superávit de aproximadamente US\$1.200 millones en el último trimestre del año. En 2006, la decisión de cancelar la totalidad de la deuda con el FMI tendría un impacto en la Cuenta Capital y Financiera en la forma de una salida neta, financiada por una variación de las Reservas Internacionales, ya que la operación implica la cancelación de deuda con un no residente por parte del sector público. Sin embargo, en los próximos años los requerimientos financieros externos se reducirían. Asimismo, se puede esperar un crecimiento de la financiación externa (especialmente destinada al sector privado) y la continuidad de la recuperación que muestra la Inversión Extranjera Directa (IED).

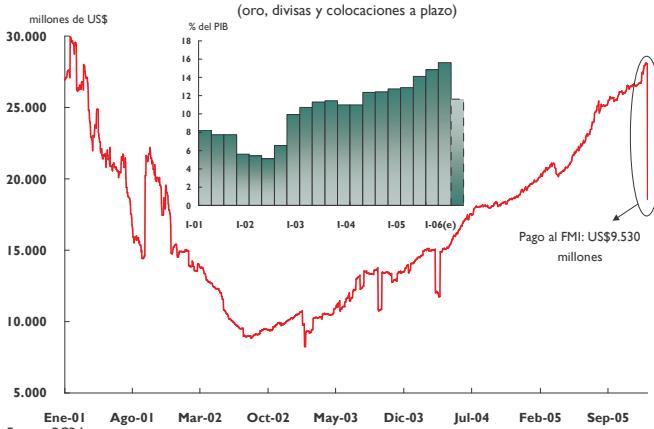
V.4 Reservas Internacionales

La acumulación de Reservas Internacionales durante el último año alcanzó un nuevo récord histórico, ascendiendo a US\$8.400 millones. Así, con US\$28.045 millones acumulados a fin de 2005, las Reservas Internacionales de la Argentina más que se triplicaron desde el mínimo de US\$8.250 millones registrado a principios de 2003 (ver Gráfico V.10). La política de acumulación de Reservas por motivos prudenciales amplía los márgenes de acción para diseñar la política económica, tomando al stock de deuda neta como un indicador de vulnerabilidad y dependencia de una economía. La acumulación de Reservas también cumple un importante papel en aras de mantener una política económica autónoma.

El nivel de Reservas Internacionales que debe mantener un país está generalmente asociado a la necesidad de mantener cierto grado de liquidez en divisas a fin de cumplir con sus obligaciones externas. Sin embargo, recientes investigaciones también subrayan el rol que la acumulación de Reservas Internacionales tiene como mecanismo de garantía, seguridad y confiabilidad, sobre todo en los países en desarrollo. En la Argentina esta estrategia apunta a evitar movimientos disruptivos en el mercado cambiario ante cualquier perturbación que pudiera alterar el normal flujo de pagos internacionales, reduciendo así la vulnerabilidad externa.

En este contexto, el costo de cancelar anticipadamente la deuda con el FMI en términos de una menor disponibilidad de recursos para enfrentar eventuales cambios abruptos en las condiciones financieras externas es mínimo. En efecto, a comienzos de 2006 Argentina cuenta con un nivel de reservas similar al registrado un año atrás, cuando aún no había finalizado la reestructuración de la deuda pública y existía incertidumbre al respecto (ver Apartado 4). Adicionalmente, la economía local está mejor preparada para enfrentar *shocks* a partir de la mejor situación fiscal, la sustentabilidad externa, la flexibilidad cambiaria y las políticas monetarias y financieras prudentes y predecibles.

Gráfico V.10
Reservas Internacionales del BCRA



Fuente: BCRA



Apartado 2. Los subsidios agrícolas y el Programa de Doha para el Desarrollo

Los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) transfieren en la actualidad casi US\$500.000 millones por año en concepto de subsidios para diversos sectores de sus economías, de los cuales US\$300.000 millones son destinados al sector agrícola, provocando daños económicos sustanciales a los países en desarrollo. Por ese motivo, el comercio de productos agrícolas es el tema preponderante de la Ronda de Doha (iniciada en 2001 en Doha, Qatar). De aplicarse las pautas que busca el mandato de la Ronda, Argentina podría verse favorecida por las nuevas reglas que regirían el comercio internacional. Sin embargo, a cinco años de su comienzo las negociaciones permanecen estancadas.

Entre el 13 y el 18 de diciembre de 2005 se celebró la VI Conferencia Ministerial en Hong Kong (China) en el marco de la Ronda de Doha, y a pesar de que hubo un acercamiento de posiciones por parte de los países integrantes, no está claro que vayan a resolverse todos los temas discutidos en el corto plazo. ¿Por qué no hay avances claros en los compromisos asumidos? Repasemos primero qué es la Ronda de Doha y cuáles son sus principales lineamientos. La Ronda de Doha se está llevando a cabo como el Programa de Doha para el Desarrollo. Los 147 países miembros de esta organización se embarcaron en resolver diversas cuestiones sobre el comercio internacional a través de negociaciones multilaterales. El principal tema a solucionar es el de los subsidios agrícolas. ¿Por qué ese tema es un objetivo central? Porque hasta la aparición del Acuerdo de Agricultura surgido de la Ronda Uruguay hace diez años, no existían normas ni obligaciones que limitaran a los países miembros del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT, según sus siglas en inglés) sobre el uso de restricciones arancelarias y no arancelarias, subsidios a la producción ni a la exportación de productos agropecuarios, lo que generaba efectos negativos derivados de las distorsiones que las políticas de subsidios crean en el mercado internacional. Las barreras comerciales que más se habían reducido eran las que favorecían a los países más desarrollados (comercio de productos industriales), y se impuso la protección de propiedad intelectual a través de patentes con vigencia en el ámbito internacional (lo que les da derecho al cobro de regalías). Por esa razón, durante la Ronda de Tokio (1973-1979) y con posterioridad en la Ronda de Uruguay (celebrada entre 1986 y 1994), Argentina fue uno de los impulsores de la agrupación de países con intereses similares, puntualmente, países afectados por los subsidios agrícolas en las economías desarrolladas.

Inicialmente, el encargado de establecer las políticas de intercambio de bienes era el GATT, creado en 1947, con carácter provisional y un campo de acción limitado. Desde 1947 se sucedieron ocho rondas negociadoras donde se fueron delineando las normas que regulan hasta la actualidad las políticas comerciales de los países miembros. En 1994 se creó la Organización Mundial del Comercio (OMC), que sucedió al GATT, y entró en vigencia a partir de 1995, teniendo un ámbito de aplicación más amplio. Su propósito primordial es contribuir a que las corrientes comerciales circulen con fluidez, libertad, equidad y previsibilidad. El cuerpo de normas actualmente vigente está formado por los resultados de las negociaciones de la Ronda Uruguay, celebrada entre 1986 y 1994, que incluyeron una importante revisión del GATT original. Esta Ronda dio origen a la mayor reforma del sistema mundial de comercio desde su creación. Sin embargo, los países productores y exportadores de productos primarios continuaron sin encontrar solución al problema de los subsidios agropecuarios, ante lo cual en 2001 se formó la Ronda de Doha.

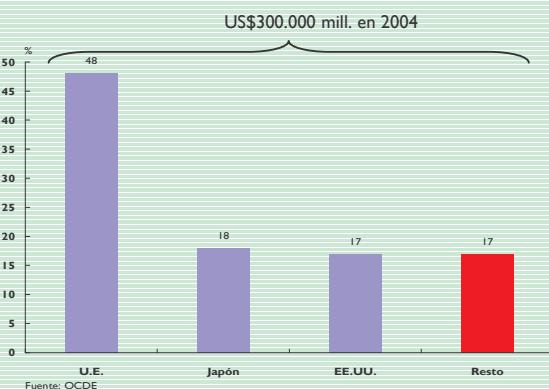
El problema que generan las subvenciones que pagan los gobiernos de países desarrollados a sus productores agrícolas es grave. Por un lado, al recibir beneficios adicionales, es común que estas economías aumenten su producción. Se suma a que con las ayudas a la exportación (pagándoles la diferencia entre el precio internacional de referencia y su valor de costo), se sostienen los precios internacionales en un nivel más bajo al del equilibrio competitivo¹⁴, lo que les permite a estos países competir en forma directa y con ventaja frente a los países cuyos gobiernos no subsidian. Estas condiciones son desfavorables especialmente para países en desarrollo como Argentina, cuyas economías dependen, en gran medida, de los productos agropecuarios. De esta forma, se distorsiona el comercio internacional en perjuicio de los países más pobres, que pierden participación en el mercado al no poder competir en volumen ni en precio. La cuestión se agrava ya que existen barreras arancelarias y para-arancelarias en las fronteras de los países desarrollados a la entrada de estos productos. De aquí surge la necesidad y el pedido de los países en desarrollo de eliminar esas prácticas. De los US\$300.000 millones de subsidios al agro que transfieren al año los países desarrollados, los agricultores de los países de la Unión Europea (UE) reciben la mayor proporción. Le siguen Japón (cuyo gasto en subsidios es levemente mayor a 1% de su PIB) y Estados Unidos (ver Gráfico N° 1). Casi una tercera parte del ingreso de agricultura de los países de la OCDE provienen de esas ayudas y por ejemplo, en 2004 el gobierno norteamericano pagó a sus productores US\$122 por hectárea. Los subsidios agrícolas representan alrededor de seis veces el total de la ayuda prometida a África por el G-8 (Grupo de las 8 naciones más industrializadas).

El Acuerdo sobre Agricultura constituyó un primer paso significativo para implantar una competencia más leal y lograr que este sector sufra menos distorsiones con la finalidad de liberalizar el comercio agropecuario. El acuerdo comprendía los compromisos contraídos por los países miembros de la OMC para mejorar el acceso a los mercados y reducir las subvenciones¹⁵. Las negociaciones sobre agricultura se reanudaron a principios de 2000 y se incluyeron en el programa de

¹⁴ Por ejemplo, los subsidios para el sector agrícola en Estados Unidos generan que los precios de sus exportaciones, en comparación con el valor de costo, sean 47% menores en el caso del algodón, 27% en el trigo y el arroz, y 10% para el maíz y la soja.

¹⁵ Actualmente la OMC limita a gastar hasta US\$62.000 millones en ayudas agrarias a la UE, US\$31.000 millones a Japón y US\$19.100 millones a EE.UU.

negociación ampliado, establecido en la Ronda de Doha. Los tres pilares de la reforma del comercio de productos agropecuarios de la Declaración de Doha son mejoras sustanciales del acceso a los mercados, reducciones de todas las formas de subvenciones a la exportación, con miras a su remoción progresiva y reducciones sustanciales de la ayuda interna causante de distorsiones de comercio. Adicionalmente, se convino que el trato especial y diferenciado para los países en desarrollo será parte integrante de todas las negociaciones y se incorporará a los nuevos compromisos de los países y a las normas y disciplinas pertinentes. Para noviembre de 2001, 121 países habían presentado un gran número de propuestas. Sin embargo, los negociadores no consiguieron respetar la fecha límite del 31 de marzo de 2003 para presentar metas cuantitativas, fórmulas y otras “modalidades” para los compromisos de los países. En consecuencia, se acordó que prácticamente todas las negociaciones relacionadas habían de finalizar para el 1º de enero de 2005, plazo que nuevamente fracasó, con lo que se ha trasladado extraoficialmente a fines de 2006. En la última Conferencia Ministerial (la de Hong Kong), Argentina objetó la persistente asimetría entre la liberalización del comercio de productos industriales y los productos agrícolas, abogando por la eliminación de todas las formas de subsidios a las exportaciones, la reducción drástica de los subsidios internos y que se facilite el mayor acceso al mercado de los bienes agrícolas.

Gráfico N° 1: Distribución de los Subsidios Agrícolas**Cuadro N° 1: Recortes Globales**

Bandas	Umbrales de los subsidios (en millones de US\$)	Recortes (en %)
1	0 - 10.000	31 - 70
2	10.000 - 60.000	53 - 75
3	> 60.000	70 - 80

Fuente: OMC

El logro más significativo de la Conferencia de Hong Kong fue establecer el año 2013 como la fecha límite para eliminar los subsidios a la exportación de productos agrícolas y que una parte considerable de las reducciones debería realizarse para el final de la primera mitad del período de implementación. En cuanto a la ayuda interna, se están ultimando detalles sobre los porcentajes de reducción que deberían sufrir los subsidios a la producción. La hipótesis de trabajo consiste en que las medidas que más distorsionen el comercio internacional (a través de sostén de precios y subvenciones a los insumos) son los que más recortes sufrirían. Por el lado de “la competencia de las exportaciones”, en esta etapa no hay un entendimiento sobre la fecha final para la eliminación de todas las formas de subsidios a la exportación (excepto sobre el algodón, fijado para 2006). A su vez, se están considerando recortes arancelarios para los países desarrollados, siendo la UE, Japón e India quienes tienen tarifas más altas y las reducirían en 50-90%; los países en desarrollo también deberían aplicar recortes, aunque menores. Simultáneamente, se están analizando propuestas sobre “productos sensibles” que tendrían un trato diferenciado. Igualmente, se establecería un mecanismo de salvaguardia especial que debería ajustarse a las circunstancias y necesidades particulares de los países en desarrollo, previendo una activación por cantidad y, como mínimo, ser capaz de hacer frente eficazmente a incrementos súbitos de las importaciones. Agrupando los distintos tipos de ayuda, la idea es que el nivel de los recortes “globales”, basados en el monto total de subsidios que cada gobierno desembolsa, quede determinado en tres grupos (bandas) para los países desarrollados; los países en desarrollo estarían agrupados en la banda con menores recortes o tendrían una especial para ellos (ver Cuadro N° 1).

En este contexto, habrá que esperar para observar en forma tangible el impacto de la Ronda de Doha ya que hasta que no se definan concretamente todos los temas incluidos no se podrá comenzar a aplicar ninguno en forma efectiva. Como las resoluciones se definen por unanimidad de todos los países, llegar a un entendimiento no es fácil y lleva tiempo. Sin embargo, de concretarse las medidas tratadas en la Ronda, la perspectiva de Argentina es favorable. Agrupando los productos agropecuarios más subsidiados en cuatro grandes grupos (lácteos, carnes, granos y azúcar) el país se vería beneficiado en todas esas categorías excepto en azúcar. A esto se suma que se aceptó la propuesta realizada por Argentina de que la apertura industrial pedida por las mayores potencias sea más acotada que la agrícola, reclamada por los países en desarrollo. A pesar de las presiones recibidas por parte de algunos países desarrollados para que cambie de eje, Argentina explicitó que mantendrá sus posiciones hasta que se logren los resultados que buscó originariamente. Para tener una idea del efecto que podría traer la aplicación de las reformas que se están dirimiendo, según un estudio del Banco Mundial, si se eliminan las subvenciones y se reducen las barreras arancelarias en 10-15% de todos los países, para 2015 se generarían ingresos adicionales de aproximadamente US\$500.000 millones, siendo US\$350.000 millones para los países en desarrollo.



VI. FINANZAS PÚBLICAS

VI.1 Síntesis

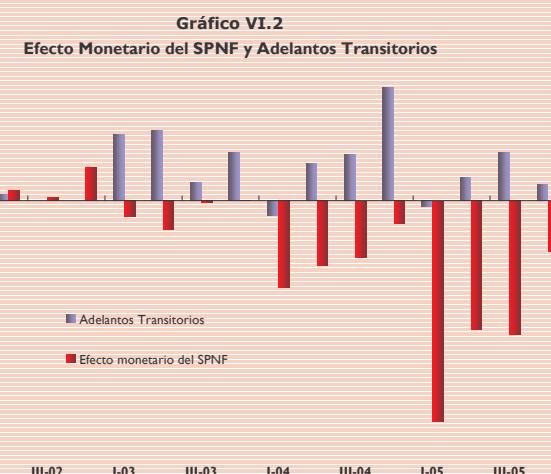
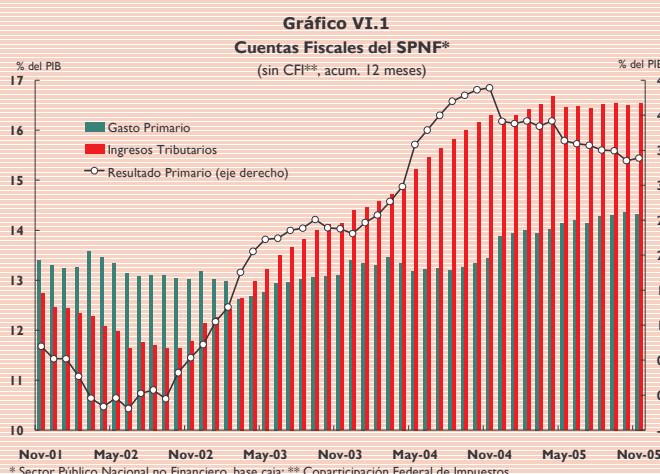
En 2005 las finanzas públicas nacionales y provinciales continuaron evolucionando favorablemente. La recaudación tributaria nacional se incrementó 21% interanual (i.a.) en términos nominales impulsada principalmente por los impuestos tradicionales, aunque el resto de los tributos también contribuyó positivamente y la presión tributaria creció 0,5 puntos porcentuales (p.p.), alcanzando 22,5% del PIB. El gasto primario continuó reflejando una tendencia creciente, destacándose el incremento en las transferencias a provincias y al sector privado, en un escenario donde también aumentaron los gastos en salarios y jubilaciones. Así, en 2005 el gasto primario habría superado 20% del PIB, mostrando un incremento de 25% i.a., impulsando la demanda en un marco de reducida capacidad ociosa.

De esta manera, en 2005 el Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) habría acumulado un superávit primario que podría superar 3,5% del PIB y para 2006 se espera una leve reducción hasta 3,3%, principalmente por el descenso de la presión tributaria a 22,3%. No obstante, al resultado previsto se sumarían los recursos destinados al Fondo Anticíclico Fiscal y así el superávit primario podría superar al del año pasado.

El Sector Público Provincial (SPP) registró un superávit de 1% del PIB en el primer semestre del año, algo inferior a lo previsto, como consecuencia del incremento del gasto primario. En todo 2005 el superávit habría sumado aproximadamente 0,8% del PIB y así, el resultado primario consolidado de Nación y Provincias se habría ubicado en torno a 4,5% del PIB el año pasado (inferior al 5,2% del PIB de 2004) y se reduciría en 2006 hasta niveles cercanos a 4% del PIB (aunque a esta cifra deberían sumarse los recursos destinados al Fondo Anticíclico Fiscal).

En 2005 el Sector Público siguió sin ser factor de expansión de la Base Monetaria (BM). Se estima que esta situación se mantendrá en 2006 y que el Gobierno sólo utilizaría Adelantos Transitorios (AT) para realizar pagos externos ya que el resto de las amortizaciones serían en parte cubiertas con el superávit primario y el resto con el uso de cuentas y emisiones de letras y títulos en pesos y dólares. Por su parte, la cancelación de la deuda total con el Fondo Monetario Internacional (FMI) también ayudará a reducir las necesidades de financiamiento de este año.

La composición del financiamiento de parte de las amortizaciones de la deuda pública nacional sería el principal desafío desde la perspectiva de las finanzas públicas en 2006, en un escenario donde el superávit primario se mantendría en niveles elevados en términos históricos.





VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

Ingresos

Las finanzas públicas nacionales evolucionaron favorablemente en 2005. El crecimiento de los ingresos tributarios resultó de suma importancia para explicar el resultado primario, ya que el gasto primario continuó con una tendencia alcista.

Los principales aportes al aumento de la recaudación tributaria en 2005 provinieron de los impuestos tradicionales (Ganancias, IVA y Seguridad Social), que explicaron cerca de 75% del incremento de los recursos. En tanto, los restantes tributos, como el Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) y los Derechos de Exportación, también crecieron considerablemente y mantuvieron una participación significativa en los recursos totales. Así, la recaudación tributaria nacional totalizó \$119.252 millones en 2005, incrementándose 21% en términos nominales con respecto al año anterior, y ubicándose en línea con la pauta incluida en el Presupuesto Nacional 2006 (PN-06), aprobado por el Congreso hacia fin de diciembre sin mayores modificaciones con respecto al proyecto presentado. De esta forma, la presión tributaria creció sólo 0,5 puntos porcentuales (p.p.) el año pasado y finalizó 2005 en 22,5% del PIB (ver Gráfico VI.3).

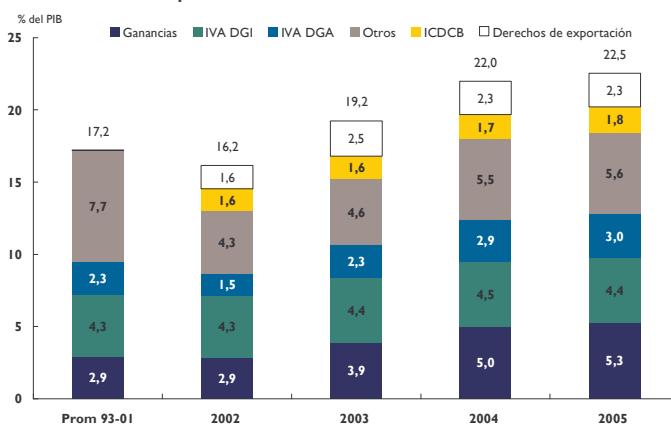
La recaudación acumulada de IVA en 2005 alcanzó a 7,4% del PIB. La favorable evolución que exhibió el tributo respondió a la mejora de sus dos componentes, DGI y DGA. Los recursos de IVA DGI estuvieron impulsados por el aumento del nivel de actividad y por la suba de precios, en tanto que el crecimiento de la recaudación de IVA DGA fue beneficiada por el persistente incremento en las importaciones, en un contexto de fuerte expansión económica. Además, el mayor crecimiento relativo en los ingresos provenientes de la Aduana continúa generando un cambio en la composición del IVA, a favor del IVA DGA.

Por otro lado, los recursos del Impuesto a las Ganancias exhibieron en 2005 un fuerte crecimiento de 26% interanual (i.a.) y finalizaron el año en 5,3% del PIB. El aumento respondió al favorable desempeño de la economía, aunque también influyó la decisión del Gobierno de postergar para los primeros meses de 2005 parte de los pagos de diciembre de 2004 y de mantener sin cambios la legislación del tributo (ver Gráfico VI.4).

Los ingresos correspondientes a la Seguridad Social siguieron reflejando la recuperación de la masa salarial del sector formal de la economía. Así, en el marco de los incrementos salariales otorgados como consecuencia de las negociaciones colectivas realizadas en los sectores público y privado y del crecimiento del empleo, los recursos de la Seguridad Social aumentaron 29% i.a. en 2005 y totalizaron 3,1% del PIB. En particular, la recaudación de las Contribuciones Patronales creció fuertemente en el cuarto trimestre del año (46% i.a.) influida por la eliminación del límite máximo de la remuneración sujeta a contribuciones que comenzó a regir a partir de octubre de 2005.

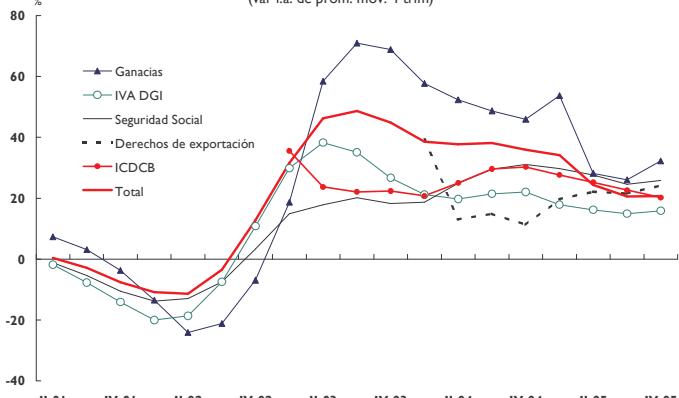
Por su parte, los ingresos del ICDCB aumentaron 23% i.a. en 2005, reflejando la continua mejora en la actividad de intermediación financiera y el aumento de los precios. En efecto, la recaudación diaria de este tributo exhibió una clara tendencia ascendente en la

Gráfico VI.3
Composición de la Recaudación Tributaria Nacional



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

Gráfico VI.4
Recaudación Tributaria Nacional
(var i.a. de prom. móv. 4 trim)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

segunda mitad del año y alcanzó su récord histórico en diciembre, superando los \$46 millones diarios (ver Gráfico VI.5).

Los impuestos relacionados al comercio exterior siguieron aumentando considerablemente, en línea con el crecimiento del flujo comercial argentino. Los Derechos de Exportación exhibieron un fuerte incremento de 20% i.a., en un marco de elevados precios internacionales de los principales productos gravados. En particular, la recaudación de Derechos por las exportaciones de petróleo crudo estuvo influida por el cambio normativo aplicado en agosto de 2004, cuando las exportaciones comenzaron a pagar una alícuota adicional al 25% vigente desde mayo de ese año, toda vez que el precio internacional del barril *West Texas Intermediate* (WTI) superara US\$32¹⁶. Así, las exportaciones de petróleo crudo, que habían pagado una alícuota promedio de aproximadamente 33% en 2004¹⁷, estuvieron gravadas con una tasa de 45% durante todo 2005, ya que la cotización internacional del barril WTI se mantuvo por encima de US\$45 todo el año. Por su parte, la recaudación de impuestos ligados a las importaciones también creció considerablemente y así los tributos relacionados al comercio exterior totalizaron 3,1% del PIB el año pasado.

Se espera que la recaudación tributaria nacional siga aumentando marcadamente en 2006, aunque los ingresos en términos del PIB se reducirían levemente hasta 22,3%. El descenso se explicaría mayormente por los menores ingresos en términos del PIB del Impuesto a las Ganancias que, como se mencionó anteriormente, tuvieron en los primeros meses de 2005 una contribución extraordinaria por la postergación de parte de los pagos de diciembre del año anterior. También incidiría en la caída de los recursos del Impuesto a las Ganancias las medidas fiscales incluidas en el PN-06 que generarían mayores gastos tributarios que en 2005¹⁸. En este marco, y sin mediar cambios normativos, que la presión impositiva se ubique este año por encima de la cifra prevista dependerá, entre otros aspectos, de que siga mejorando la administración tributaria (ver Gráfico VI.6).

Gasto y Resultado

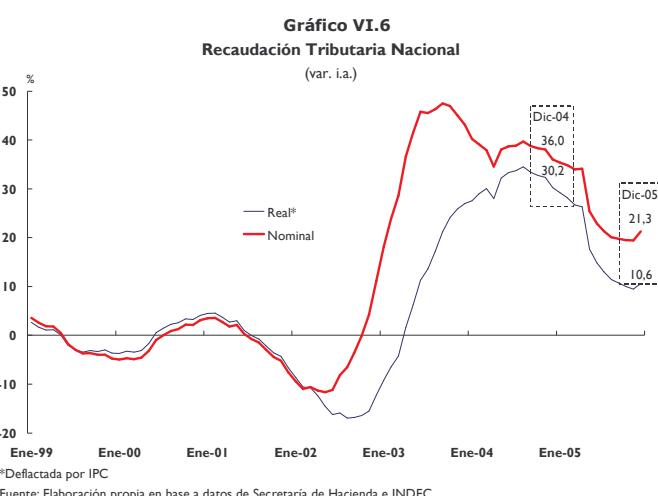
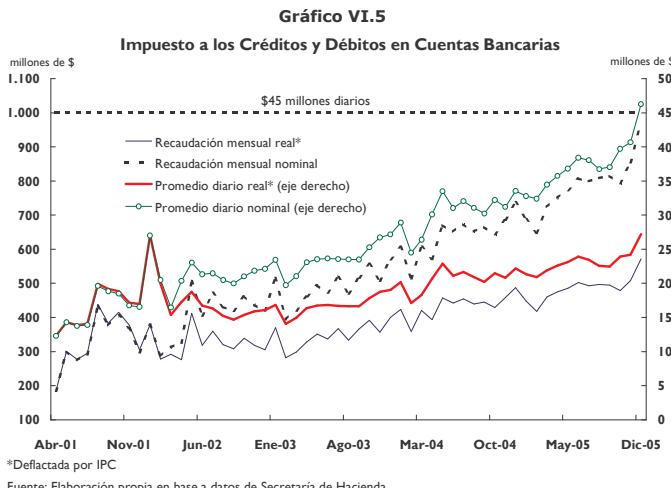
El gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) continuó mostrando una tendencia alcista y habría crecido 25% i.a. en 2005, principalmente por el incremento de las transferencias a provincias y al sector privado, en un contexto donde las erogaciones en concepto de salarios y jubilaciones también aumentaron, aunque a tasas menores.

Durante el año pasado, las transferencias a provincias crecieron aproximadamente 27% i.a. impulsadas básicamente por la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI), en un marco de elevada recaudación tributaria nacional. No obstante, en los primeros meses del año también se observó un fuerte incremento de las transferencias no ligadas a la CFI, como el Fondo Nacional de Incentivo Docente y el Fondo Nacional de la Vivienda (FONAVI). Así, en 2005 sobresalió el aumento de las transferencias de capital a

¹⁶ La alícuota adicional se aplica según una escala que va de 3% cuando el precio del barril WTI se ubica entre US\$32 y US\$35 hasta 20% cuando el precio del barril supera US\$45.

¹⁷ La alícuota fue de 25% entre enero y julio, cuando todavía no se aplicaba la alícuota adicional, y entre agosto y diciembre fue de aproximadamente 44% teniendo en cuenta la evolución del precio del barril de petróleo crudo WTI.

¹⁸ Por ejemplo, la Ley N° 25.924 del Régimen de inversiones en bienes de capital nuevos estipula para 2006 un gasto tributario de \$750 millones por la amortización acelerada en el Impuesto a las Ganancias en relación con los \$100 millones estimados para 2005.



los distritos subnacionales y su participación en el total de los recursos girados pasó de 8% en 2004 a 12% el año pasado.

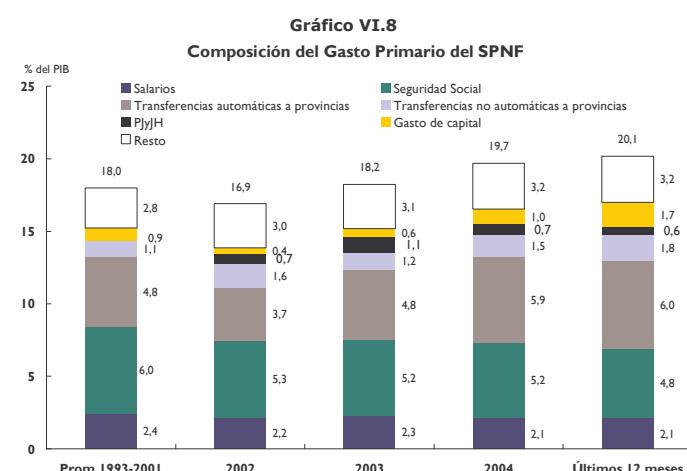
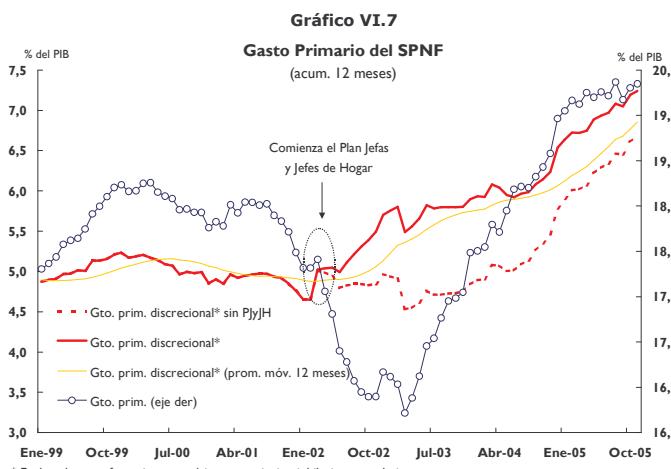
En tanto, las transferencias al sector privado también se incrementaron considerablemente durante 2005 (en torno a 20% i.a.) influidas por los subsidios al sector energético y al transporte urbano y el aumento de las asignaciones familiares, en tanto que los recursos destinados al Plan Jefas y Jefes de Hogar (PJyJH) siguieron descendiendo (ver Gráfico VI.7).

Por su parte, el Gobierno Nacional continuó el año pasado con la política destinada a mejorar los haberes de jubilados y empleados públicos. En este sentido, las autoridades elevaron el haber jubilatorio mínimo mensual de \$308 a \$350 en julio y luego en septiembre decidieron una nueva suba, llevando el mínimo hasta \$390. Además, el Gobierno otorgó a partir de julio pasado y por el lapso de un año una suma adicional de \$30 mensuales a aquellos jubilados y pensionados afiliados al PAMI que recibieran un haber mensual inferior a \$600. En materia de salarios, al incremento de \$100 mensuales vigente a partir de enero para aquellos empleados con salarios mensuales inferiores a \$1.250, se agregaron los convenios colectivos realizados en distintos ámbitos del sector público. No obstante, a pesar de que las erogaciones en concepto de jubilaciones y salarios explicaron cerca de 20% del incremento del gasto primario en 2005, su participación en el total del gasto se redujo aproximadamente 4 p.p. (ver Gráfico VI.8).

Con todo, el resultado primario del SPNF habría incluso superado 3,5% del PIB el año pasado, reduciéndose levemente con respecto al obtenido en 2004 (3,9% del PIB) dado el incremento del gasto primario, que se habría ubicado en 20% del PIB en 2005. Se prevé que en 2006 el superávit primario alcance 3,3% del PIB, disminuyendo con respecto al año pasado por un descenso en la presión tributaria, que bajaría a aproximadamente 22,3% del PIB. Sin embargo, a la previsión de superávit primario se sumarían los recursos destinados al Fondo Anticíclico Fiscal y de esa manera el resultado primario del SPNF podría superar al de 2005. Así, la evolución de las cuentas fiscales y principalmente del gasto público, será también un factor importante para definir la dinámica de la inflación en los próximos meses. En este sentido, el mantenimiento de la estabilidad de precios estaría estrechamente ligado a que los distintos organismos del Sector Público continúen aplicando políticas macroeconómicas (monetarias, fiscales y salariales entre otras) consistentes.

El superávit primario acumulado por el Tesoro fue suficiente para cubrir el pago de todos los intereses y de parte de las amortizaciones de la deuda pública en 2005. El resto de los pagos de capital fue cubierto con emisiones en pesos y dólares, el uso de cuentas y de Adelantos Transitorios (AT), estos últimos dentro de los límites establecidos en la Carta Orgánica (CO) del BCRA. De esta forma, en 2005 el Sector Público siguió sin ser factor de expansión de la Base Monetaria (BM).

En el marco del Programa de Emisión de Deuda 2005, durante el cuarto trimestre el Tesoro realizó colocaciones de bonos en dólares por un valor efectivo (VE) de US\$1.163 millones. Las emisiones de Boden en dólares se realizaron a una tasa promedio anual de 8,9%, aunque la tasa subió desde 8,8% (*spread* vs. bono del Tesoro de EE.UU. de 417 puntos básicos –p.b.–) en la colocación por



Cuadro VI.1
Deuda Pública Nacional
(millones de US\$)

	Dic-04	Mar-05	Jun-05
I- Total deuda pública (II + III)	191.296	189.754	126.466
Porcentaje del PIB (*)	125,8	120,6	77,0
II- Sub-total deuda a vencer (**) Mediano y largo plazo	146.061	142.026	122.041
	135.430	131.364	117.092
Títulos públicos	75.947	72.663	60.458
Boden	17.811	18.024	19.590
Reestructuración	0	0	37.963
Préstamos	59.482	58.701	56.634
Préstamos garantizados	14.646	15.269	15.083
Instituciones Financieras Internacionales	30.601	28.988	27.400
FMI	14.071	12.604	11.222
Organismos oficiales	3.389	3.139	2.596
Bogar	10.208	10.706	10.995
Otros	639	600	559
Corto plazo	4.468	4.497	4.949
Letras del Tesoro	0	0	0
Adelantos transitorios	4.468	4.497	4.949
III- Sub-total atrasos	45.235	47.728	4.426
Capital	30.387	32.364	3.699
Interés	14.848	15.364	727

(*) PIB promedio cuatro trimestres

(**) Saldo de la Deuda Pública Nacional que excluye atrasos

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Finanzas

licitación pública realizada a fin de octubre (Boden 2015 por VE US\$563 millones) hasta 9,2% (spread vs. bono del Tesoro de EE.UU. de 487 p.b.) en la adjudicación directa realizada a mediados de diciembre (Boden 2012 por VE US\$210 millones). Dichas emisiones, junto con las Letras colocadas a otros entes del Sector Público, que luego se extendieron más allá del fin del ejercicio 2005, permitieron cubrir las necesidades financieras del Tesoro hacia fin de año, en un contexto donde continuó limitado el refinanciamiento de amortizaciones con las Instituciones Financieras Internacionales (IFI).

Se estima que en 2006 el Sector Público continuará sin ser factor de expansión de la BM y que el Gobierno sólo utilizará AT para realizar pagos externos, ya que el resto de las amortizaciones serían en parte cubiertas con el superávit primario y el resto con el uso de cuentas y emisiones de letras y títulos en pesos y dólares. Por su parte, la decisión de los Poderes Ejecutivo y Legislativo Nacionales de cancelar la deuda total con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que ascendía a aproximadamente US\$9.500 millones cuando se efectivizó el pago el 3 de enero, permitirá reducir las necesidades financieras de este año (ver Apartado 4).

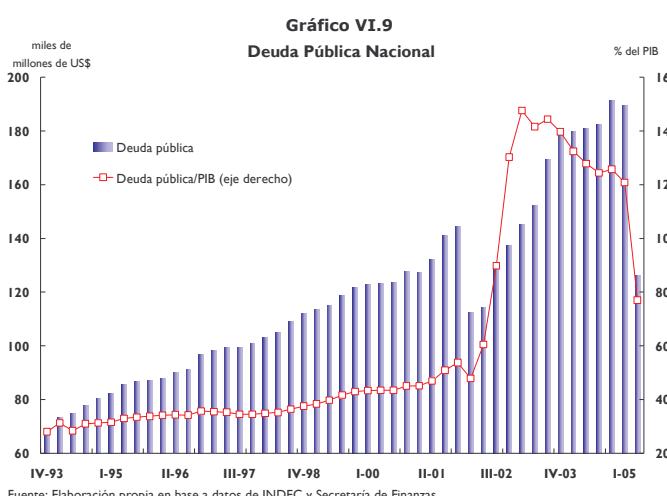
Deuda Pública

El stock de la Deuda Pública Nacional (DPN) se ubicó en US\$126.466 millones (77% del PIB) al 30 de junio, luego de la finalización del proceso de reestructuración. El stock de la DPN descendió US\$63.287 millones (43,6 % del PIB) en relación con el stock a fin de marzo último, casi en su totalidad por el fin del proceso de canje, quedando más de 94% del stock total en situación de pago normal (ver Cuadro VI.1 y Gráfico VI.9). Entre los pasivos en situación de atraso y pendiente de reestructuración se destaca la deuda contraída con el Club de París.

El monto de la DPN al 30 de junio no incluye la porción de la deuda que no fue presentada a la reestructuración (*hold outs*), ya que de acuerdo con la Ley N° 26.017 el Poder Ejecutivo Nacional no puede reabrir el proceso de canje para dichos bonos. Según se informó, el monto total de *hold outs* asciende a US\$23.381 millones (incluidos los intereses devengados e impagos) a valor nominal (VN), que si se sumara al stock de deuda publicado resultaría en un total de US\$149.847 (91% del PIB).

La reestructuración de la deuda pública generó un nuevo perfil de vencimientos anuales que, en un escenario de elevado superávit primario, permitirá seguir avanzando en la consolidación de las finanzas públicas. En efecto, el canje de deuda posibilitó reducir fuertemente los pagos de capital en los próximos cinco años y redujo marcadamente los pagos de intereses que deberá afrontar el Estado hasta el año 2015.

En tanto, la tasa promedio ponderada total de la DPN pasó de 6,5% a fin de marzo a 3,5% a fin del segundo trimestre, como consecuencia de la reducción de la tasa promedio ponderada de los títulos públicos que resultó del proceso de reestructuración de la deuda pública. Además, dado el fuerte descenso en el monto de títulos en moneda extranjera que generó la reestructuración, se exhibió un importante aumento de la porción de la DPN denominada en pesos, que subió 22 p.p. hasta 47%, en detrimento





de la deuda denominada en euros y dólares estadounidenses (ver Cuadro VI.2).

Excluyendo el efecto de la reestructuración, entre los factores de variación de la deuda pública nacional con respecto al primer trimestre del año, se destacó el descenso de los pasivos con las IFI, dado los pagos netos realizados por el Tesoro Nacional.

Cuadro VI.2
Composición por moneda de la DPN*
(en %)

	Mar-05	Jun-05
Peso argentino¹	25	47
Dólar estadounidense	46	37
Euro	23	12
Otras monedas²	6	4

(*) Deuda Pública Nacional

1. Incluye obligaciones pesificadas a Feb-02 y ajustadas por CER

2. Incluye yen japonés, libra esterlina, franco suizo y otras

Fuente: Secretaría de Finanzas

Por otro lado, la decisión de los Poderes Ejecutivo y Legislativo Nacionales de cancelar la deuda total con el FMI tendría un impacto neutro en el *stock* de la DPN ya que el pasivo con el Fondo fue reemplazado por otro con el BCRA de igual magnitud por el título que el Gobierno entregó a la autoridad monetaria por la utilización de las Reservas Internacionales de libre disponibilidad¹⁹. En particular, la Letra otorgada al BCRA devengará intereses iguales a la tasa de interés en dólares que devenguen las Reservas Internacionales hasta un máximo de la tasa Libor anual menos 100 p.b. y amortizará el capital íntegramente a su vencimiento en 2016²⁰. Como resultado, esta operación volverá a generar efectos sobre las características financieras generales de la DPN.

Finalmente, en el marco de lo establecido en el “Suplemento de Prospecto”, el Gobierno realizó a fin de noviembre una operación de recompra de deuda con el “excedente de capacidad de pago anual” para 2004 por un total de US\$99 millones, de los US\$318 millones inicialmente destinados como monto máximo para la operación. La decisión del Gobierno de utilizar sólo 31% del tope máximo estipulado respondió a que una parte importante de las ofertas recibidas se ubicó por fuera de los valores de aceptación, considerando la evolución del mercado en ese período.

Por otro lado, la Provincia de Buenos Aires lanzó a principio de noviembre una oferta global de canje a los tenedores de bonos provinciales denominados en moneda extranjera emitidos en los mercados internacionales, que estaban en cesación de pagos, por un monto total de capital elegible de aproximadamente US\$2.700 millones. Según se informó posteriormente, la oferta tuvo una alta aceptación, en torno a 94% (US\$2.530 millones), y de acuerdo al cronograma previsto, el perfeccionamiento se realizaría en enero. En particular, se emitirían aproximadamente US\$1.070 millones de Bonos Par a largo plazo, US\$750 millones a mediano plazo y US\$500 millones de Bonos Descuento a 12 años de plazo. Así, la operación de canje generó una reducción del *stock* de la deuda pública de la Provincia de Buenos Aires y provocó una considerable mejora en las características financieras de los pasivos, permitiendo que dicha provincia continúe mejorando la situación de sus finanzas públicas (ver Cuadro VI.3).

Cuadro VI.3

Provincia de Buenos Aires. Condiciones Financieras de los Nuevos Bonos

Bono	Tope de emisión (millones de US\$)	Descuento	Tasa anual	Moneda	Legislación	Vencimiento (año)	Amortización comienza en:	Observaciones
Par a largo plazo	no tiene límite	0%	creciente	Dólar y Euro	Nueva York	2035	2020	Cupón: Dic 2005-Nov 2009 2% Nov 2007-Nov 2009 4% Nov 2009-May 2035 4% Amortización: semestral
Par a mediano plazo*	750	0%	creciente	Dólar y Euro	Nueva York	2020	2017	Cupón: Dic 2005-Nov 2009 1% Nov 2009-Nov 2013 2% Nov 2013-Nov 2017 3% Nov 2017-May 2030 4% Amortización: semestral
Descuento*	500	60%	9,25% 8,50%	Dólar Euro	Nueva York	2017	2012	Amortización: semestral

* En caso de que sean sobre suscriptos se les entregarán Bonos Par a largo plazo

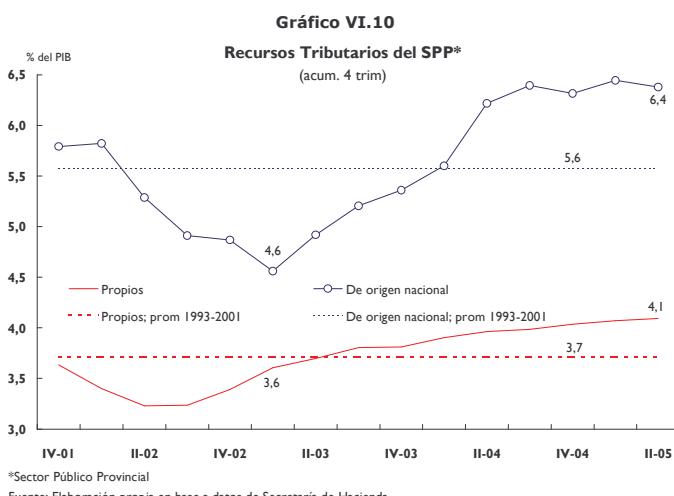
Fuente: Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires

Sector Público Provincial

Durante la primera mitad de 2005 las finanzas públicas provinciales evolucionaron en línea con las nacionales, mostrando un importante incremento de los recursos en términos nominales y un fuerte aumento del gasto primario, inclusive mayor al previsto. Así, en el primer semestre del año pasado el Sector Público Provincial (SPP) registró un superávit primario de \$5.262 millones (1% del PIB), algo inferior al proyectado, exhibiendo un descenso con respecto al

¹⁹ La operación no se verificaría en los datos de la DPN hasta la publicación del *stock* al 31 de marzo de 2006, dado que el pago al FMI se realizó el 3 de enero pasado y las cifras de la DPN tienen periodicidad trimestral.

²⁰ Ver Resolución 49/2005 del Ministerio de Economía y Producción y sus complementarias y modificatorias.



resultado de igual período de 2004 (\$6.305 millones). La reducción del superávit primario se explicó fundamentalmente por el marcado incremento del gasto primario, dado que los ingresos también mostraron un fuerte aumento interanual.

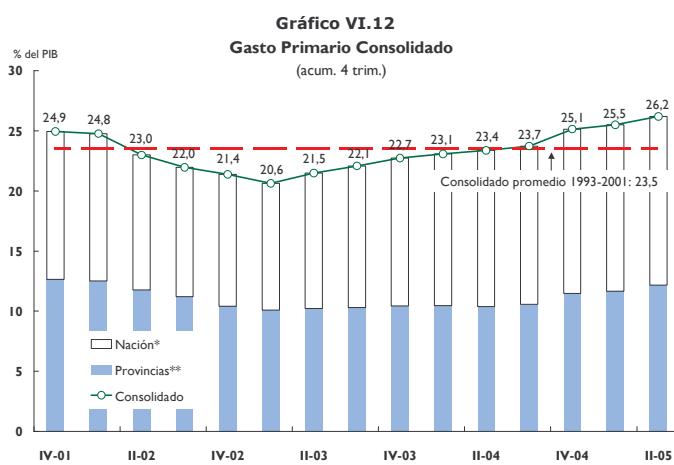
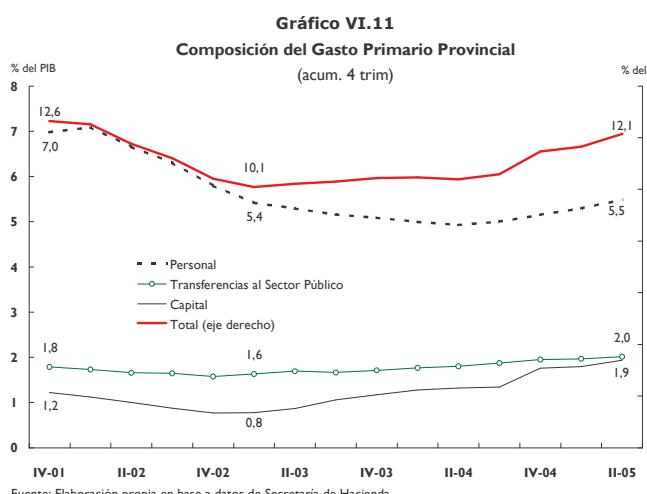
En el primer semestre de 2005 los recursos totales del SPP se incrementaron 22,7% i.a. en términos nominales, destacándose los ingresos tributarios de origen provincial, que continuaron evolucionando favorablemente y exhibieron un alza de 19,5% i.a.. El mayor nivel de actividad y el incremento de precios habrían explicado la suba de la recaudación, teniendo en cuenta que la principal fuente de recursos de las provincias proviene del Impuesto a los Ingresos Brutos. Los ingresos por regalías evidenciaron un importante incremento interanual, pero descendieron levemente en relación con el récord de la segunda mitad de 2004. La caída se dio a pesar de que el precio internacional del petróleo crudo subió 11,5%, reflejando así la disminución de la producción extractiva mineral observada en el primer semestre de 2005. Por su parte, el fuerte crecimiento de la CFI respondió básicamente al desempeño del primer trimestre del año, cuando exhibió un incremento de 30,5% i.a.. La desaceleración en el aumento de la CFI en el segundo trimestre estaría relacionada al desempeño de la recaudación nacional del Impuesto a las Ganancias que cayó 3% i.a. en el período. Dado el incremento de los recursos tributarios nacionales, se prevé que la tasa de variación de la CFI haya vuelto a aumentar durante el segundo semestre de 2005 (ver Gráfico VI.10).

Por otro lado, en el primer semestre el gasto primario exhibió un importante aumento interanual (34%) que, como se señaló, explicó el descenso del superávit primario. El crecimiento del gasto respondió principalmente a las erogaciones de consumo y particularmente al alza en salarios, que representó casi 50% de la suba total del gasto primario. Se destacó también el marcado incremento en la Inversión Real Directa (IRD), que en el primer semestre alcanzó un nivel récord para el período. De esta forma, la IRD continúa siendo el rubro del gasto primario que muestra la mayor tasa de crecimiento interanual luego de las transferencias de capital a municipios. En este escenario, el cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal en 2005 está sujeto a que las provincias hayan limitado el incremento del gasto primario en la segunda mitad del año pasado (ver Gráfico VI.11).

Se estima que en el segundo semestre de 2005 las provincias habrían registrado un déficit primario en torno a 0,2% del PIB explicado completamente por el resultado negativo que se observaría en el último trimestre del año, cuando las erogaciones se incrementan considerablemente por el pago de aguinaldos y el alza de las transferencias. De esta forma, en todo 2005 el SPP habría acumulado un superávit primario de aproximadamente 0,8% del PIB, que representaría una reducción en relación con el resultado de 2004 (1,3% del PIB). Finalmente, se prevé que el superávit primario del SPP podría mostrar una reducción adicional este año.

Resultados Fiscales Consolidados

Las finanzas públicas consolidadas siguieron mostrando un desempeño positivo durante el año pasado. El Sector Público Consolidado (Nación y Provincias) alcanzó en el primer semestre un superávit primario de 3,3% del PIB, mostrando un descenso en

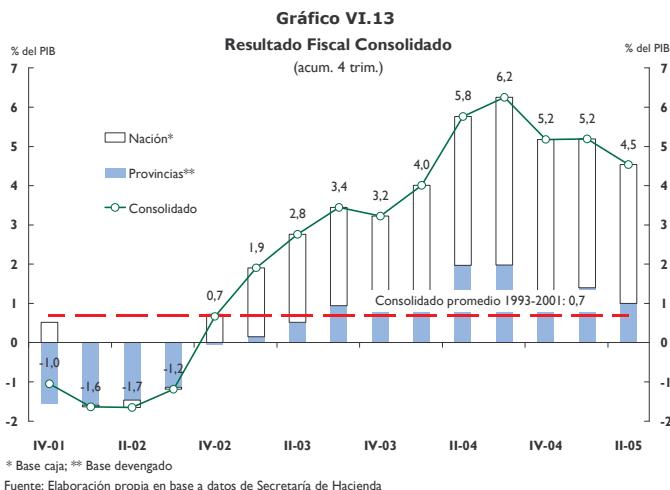


relación con el mismo período del año anterior, explicado básicamente por el desempeño del SPP.

La caída del superávit primario respondió al incremento del gasto primario, tanto de Nación como de Provincias, dado que los ingresos crecieron fuertemente durante la primera mitad de 2005. Igual que lo ocurrido durante 2004, los gastos de capital continuaron ganando participación en la composición del gasto primario, destacándose la evolución de la IRD que exhibió un aumento de 72% i.a.. No obstante, por su mayor aporte al crecimiento del gasto primario sobresalió el alza en las transferencias corrientes, así como el aumento en los gastos de personal, que mostraron una suba de 28% i.a., en el marco de los aumentos salariales otorgados tanto a nivel nacional como provincial (ver Gráfico VI.12).

En la segunda mitad de 2005 el superávit primario del Sector Público Consolidado habría alcanzado aproximadamente 1% del PIB y el año habría cerrado con un superávit primario en torno a 4,5% del PIB, inferior al récord histórico registrado en 2004 (5,2% del PIB). Finalmente, se proyecta que en 2006 el Sector Público Consolidado obtenga un superávit primario cercano a 4% del PIB, al que se sumarían los recursos destinados al Fondo Anticíclico Fiscal (ver Gráfico VI.13).

Finalmente, en un escenario donde el sector público continuaría exhibiendo un elevado superávit primario durante 2006, sumado a la reducción de las necesidades de financiamiento por el pago de la deuda al FMI, la composición del financiamiento de parte de las amortizaciones de la deuda pública nacional sería el principal desafío desde la perspectiva de las finanzas públicas.





VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

VII.1 Síntesis

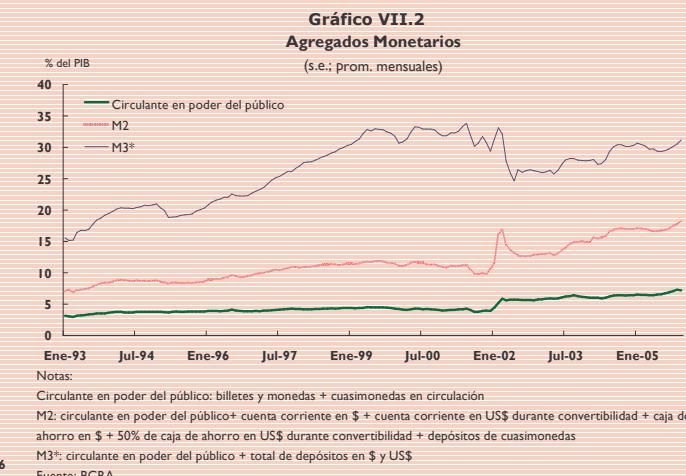
En diciembre, por décimo trimestre consecutivo, el BCRA cumplió con las metas previstas en el Programa Monetario. La Base Monetaria (BM) se ubicó en un nivel promedio de \$55.827 millones, más de \$1.000 millones por debajo del límite superior establecido para fines de 2005. En el trimestre mostró un aumento en términos reales de 1,8%, asociado a motivos estacionales, pero en el año acumuló una caída real de 1,7%, lo que se encuentra en línea con una política monetaria prudente seguida por el BCRA que, desde principios de año, redujo el estímulo monetario.

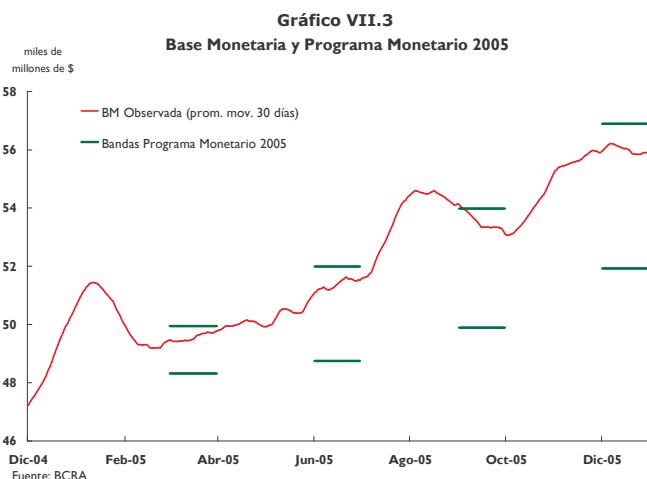
El BCRA elaboró el Programa Monetario 2006 basado en metas cuantitativas de agregados monetarios, poniendo el foco de atención para supervisar su cumplimiento en el agregado M2 en pesos. La amplitud del rango fijado como meta para cada trimestre depende de la incertidumbre sobre los factores que explican la demanda de dinero, de su elasticidad respecto a los cambios en esos factores y de la creación secundaria de dinero.

El Banco Central continuó con la política prudencial de acumulación de Reservas Internacionales, cuyo efecto expansivo sobre la BM fue contrarrestado por la cancelación de redescuentos y el efecto contractivo que tuvieron las operaciones del sector público. El nivel de Reservas Internacionales alcanzado a fin de año superó los US\$28.000 millones. Cabe señalar que a mediados de diciembre se dispuso la cancelación del total de la deuda contraída con el Fondo Monetario Internacional (FMI) por US\$9.530 millones con Reservas Internacionales. La operación fue realizada por el BCRA, al cual se le entregó como contrapartida una letra intransferible en dólares por un plazo de 10 años. El pago al FMI se efectivizó el 3 de enero de 2006, resultando neutro en términos monetarios.

En el transcurso del cuarto trimestre, las tasas de interés de referencia del BCRA presentaron variaciones positivas. Las tasas correspondientes a operaciones de pasos subieron 75 p.b. (puntos básicos) y las tasas de los instrumentos de menor duración en el mercado primario de LEBAC aumentaron alrededor de 60 p.b., totalizando en el año un incremento de 400 p.b.. Tanto la tasa de interés del mercado interbancario como la de depósitos a plazo fijo y las de préstamos a corto plazo se movieron en consonancia con las establecidas por el BCRA como referencia de corto plazo.

Los préstamos en pesos al sector privado aceleraron su ritmo de crecimiento, incrementándose en el cuarto trimestre alrededor de \$5.500 millones (13,5%), y acumulando en el año un aumento de \$11.360 millones.





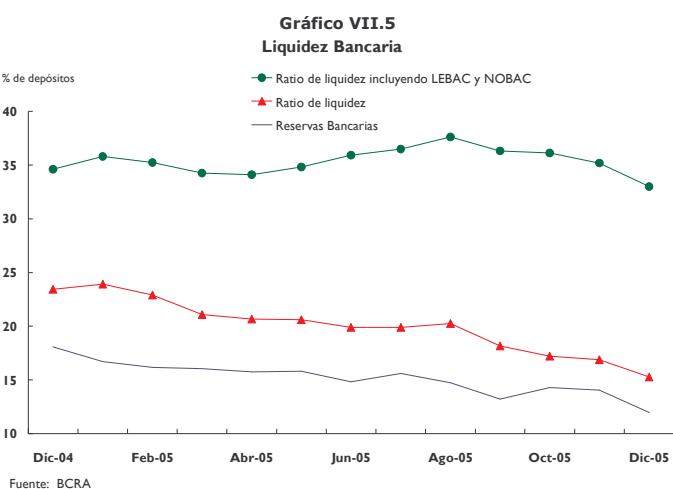
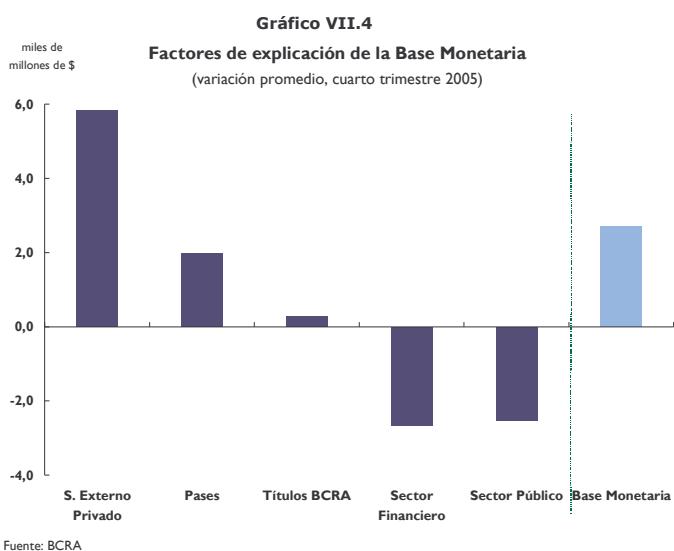
VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

La Base Monetaria (BM) se ubicó dentro de las bandas previstas en el Programa Monetario por décimo trimestre consecutivo. De esta forma, en diciembre registró un nivel promedio de \$55.827 millones, más de \$1.000 millones por debajo del límite superior establecido para fin de 2005 (ver Gráfico VII.3). En el trimestre mostró un aumento en términos reales de 1,8%, asociado a motivos estacionales, y en el año acumuló una caída real de 1,7%.

El BCRA continuó con la política de acumulación de Reservas Internacionales, lo que permitió que a fines de 2005 superaran US\$28.000 millones, más que triplicando el mínimo nivel alcanzado en marzo de 2003. Durante el trimestre, la expansión monetaria resultante de la ejecución de esta estrategia fue en parte compensada por el cobro de redescuentos y el efecto contractivo que tuvieron las operaciones del sector público.

Además continuando con las cancelaciones previstas en el esquema de *matching* (calce del servicio de los redescuentos a los vencimientos de los títulos públicos dados en garantía), durante el cuarto trimestre del año algunas entidades financieras resolvieron pagar de manera anticipada parte del remanente de sus deudas contraídas con el BCRA durante la crisis de 2001, tal cual lo hicieron en trimestres anteriores. De tal forma, estas operaciones del sector financiero involucraron una disminución de la BM de \$2.654 millones. Gracias a las cancelaciones realizadas en el transcurso del año, que implicaron una caída del *stock* de redescuentos del orden de \$9.500 millones, a fines de 2005 solamente 5 entidades financieras continuaban manteniendo deudas comprendidas en el esquema de “*matching*”, por un total de \$12.040 millones, frente a las 23 que había bajo el mismo régimen 12 meses atrás.

Por su parte, las operaciones del sector público originaron una disminución de la BM de \$2.525 millones (ver Gráfico VII.4), debido a que durante el cuarto trimestre del año el Gobierno Nacional realizó pagos de deudas en moneda extranjera con fondos que tenía depositados en pesos en el sistema financiero local.



Las operaciones de pase realizadas por el BCRA tuvieron un efecto expansivo sobre la BM de \$2.046 millones. Algo similar puede señalarse para las colocaciones netas de LEBAC y NOBAC que, a diferencia de lo ocurrido durante los trimestres anteriores, en este período tuvieron un leve efecto expansivo sobre la BM, de \$279 millones. Tal resultado fue consecuencia de las mayores necesidades de liquidez características de fin de año. Todo esto afectó la composición de la liquidez bancaria. En diciembre, 15% de los depósitos totales en pesos se mantuvieron líquidos en el sistema en la forma de reservas bancarias y de pases pasivos para el BCRA (ver Gráfico VII.5), lo que representa una caída de 2,9 puntos porcentuales (p.p.) respecto a septiembre. Esto se debe a que las entidades financieras utilizaron esos fondos para cancelar anticipadamente redescuentos con el BCRA y otorgar préstamos al sector privado. Asimismo, durante el cuarto trimestre de 2005 disminuyó la liquidez mantenida en las LEBAC y NOBAC, razón por la cual si se las considera como recursos líquidos, la caída en la liquidez se amplía a 3,3 p.p..

Cuadro VII.1
Comunicación A 4449

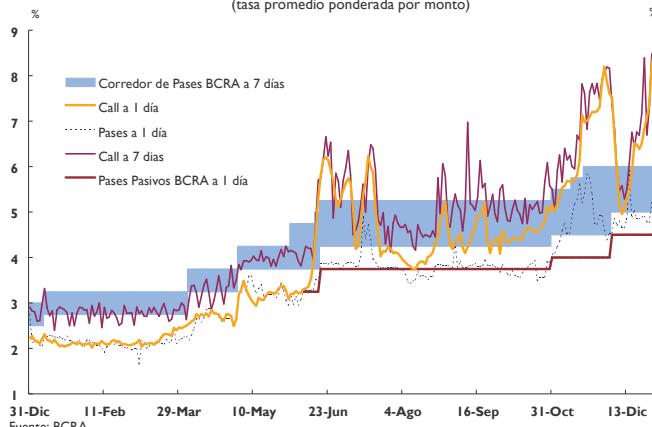
Depósitos	Coefficientes de encaje, en %	
	Anterior	Nuevo
Cuentas corrientes	16	15
Cajas de ahorro	16	15
Otros vista	16	15
Plazo fijo (por plazo residual)		
Hasta 29 días	16	14
30 a 59 días	13	11
60 a 89 días	9	7
90 a 179 días	4	2
180 a 365 días	2	1
+ de 365 días	0	0
FCI	25	18

Fuente: BCRA

Cabe mencionar que, por el contrario, a lo largo de 2005 el manejo de la liquidez bancaria por parte de las entidades financieras había redundado en mayores tenencias de letras del BCRA junto a menores niveles de reservas bancarias y de pasos pasivos para el BCRA. Al respecto, como porcentaje de los depósitos totales en pesos, las tenencias de LEBAC y NOBAC para el total del sistema pasaron de 11% en diciembre del año anterior a 17,7% a fin de este año, en tanto las cuentas corrientes en el BCRA y los pasos pasivos se redujeron respectivamente de 18,1% a 12% y de 5,4% a 3,3%.

En lo que respecta a los requerimientos de Efectivo Mínimo, el excedente de liquidez se mantuvo próximo al medio punto porcentual de los depósitos totales en pesos durante octubre y noviembre de 2005. A partir de diciembre, mediante la Comunicación A 4449, el BCRA dispuso una posición unificada para el trimestre diciembre 2005–febrero 2006 con el objetivo de otorgar mayor flexibilidad a las entidades que registran estacionalmente mayores demandas de liquidez en esos meses. El BCRA dispuso asimismo una baja en los coeficientes de encajes (ver Cuadro VII.1). El efecto monetario de esta medida se estimó en una liberación de liquidez de aproximadamente \$1.600 millones. Por su parte, el excedente de Efectivo Mínimo en dólares se mantuvo en el último trimestre del año cercano a 28% de los depósitos totales.

Gráfico VII.6
Tasas de Interés de las Operaciones de Call y Pases
(tasa promedio ponderada por monto)



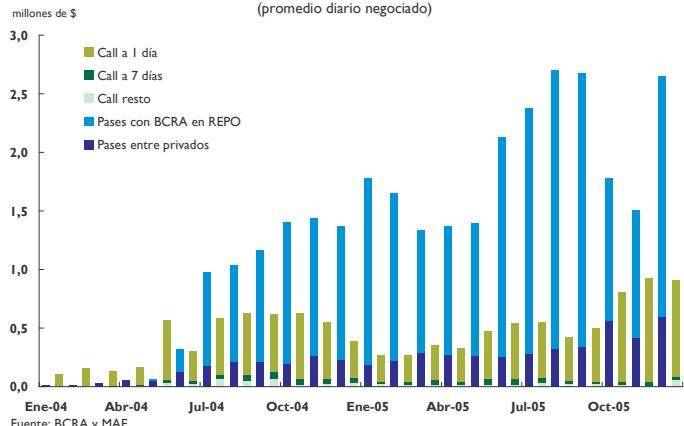
Fuente: BCRA

El sesgo de la política monetaria se vio reflejado en la evolución de las tasas de interés de referencia del BCRA. En el transcurso del cuarto trimestre, el BCRA aumentó en tres oportunidades las tasas de interés de las operaciones de pases activos, 0,25 p.p. en cada ocasión. Asimismo, decidió incrementar en esa misma magnitud (0,75 p.p.) las tasas de pases pasivos, pero en dos oportunidades (ver Gráfico VII.6). De esta forma, al término de 2005 el corredor de tasas de interés de corto plazo (a 7 días) pasó a ubicarse en 5%-6%. Por lo tanto, en este segmento de las operaciones se evidenció un crecimiento anual de 2,5 p.p. para las tasas pasivas y de 3 p.p. para las activas. A su vez, a fin de año el BCRA pasó a concertar pases pasivos de 1 día a 4,5%, 1,25 p.p. superior al del inicio de estas operaciones en junio de 2005.

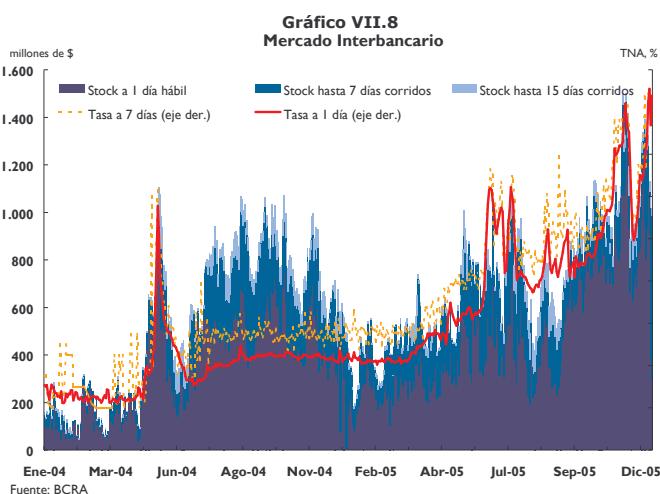
El BCRA negoció diariamente en la rueda REPO un promedio de \$1.452 millones, 36% menos que en el trimestre anterior. En aquel período el monto de operaciones fue excepcionalmente alto debido a que las entidades financieras acumularon fondos en operaciones de pases para luego aplicarlos a la cancelación de redescuentos. Por otra parte, en el trimestre el monto negociado por el resto de las entidades entre sí continuó en ascenso y se ubicó en alrededor de \$500 millones diarios en promedio (ver Gráfico VII.7). Teniendo en cuenta los pases concertados por el BCRA mediante todas las modalidades habilitadas, el saldo de pases pasivos para el BCRA a fin de 2005 ascendía a \$7.475 millones; en tanto que los pases activos para esta institución, a la misma fecha, alcanzaban \$273 millones.

El mercado interbancario mostró un importante incremento de su actividad durante el cuarto trimestre del año, a la vez que las tasas de interés retomaron su tendencia ascendente, en el mismo sentido, aunque de forma más acentuada que las tasas de interés de referencia de corto plazo establecidas por el BCRA mediante su operatoria de pases.

Gráfico VII.7
Operaciones de Call y Pases en el Mercado Local
(promedio diario negociado)



Fuente: BCRA y MAE



En el segmento a 1 día hábil, que representa aproximadamente 80% del total operado, las tasas de interés, que habían finalizado al trimestre anterior alrededor de 4,5%, se fueron incrementando gradualmente hasta alcanzar picos por encima de 8% a fines de noviembre. Posteriormente, a principios de diciembre, tras darse a conocer la decisión del BCRA de flexibilizar los requerimientos de Efectivo Mínimo, las tasas se redujeron rápidamente para finalmente volver a incrementarse hacia fin de año. Similar comportamiento, aunque con mayor volatilidad, mostraron las tasas operadas en el segmento a 7 días de plazo (ver Gráfico VII.8).

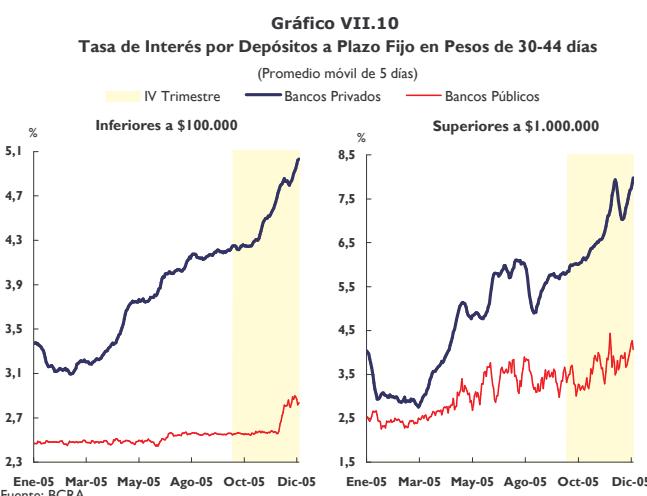
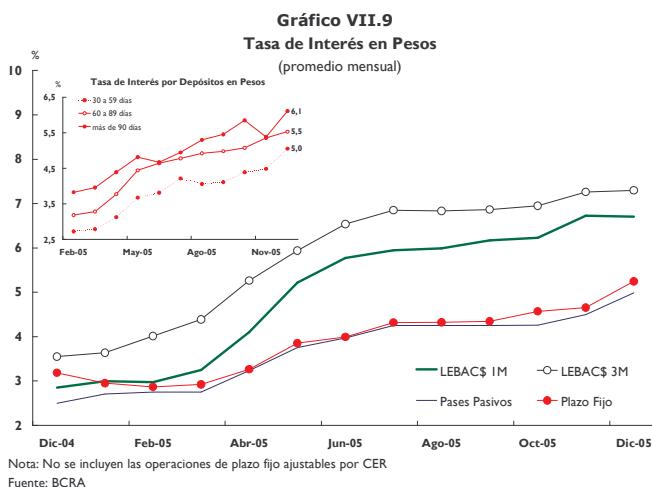
Adicionalmente, se duplicaron los montos operados, que pasaron de un promedio de \$440 millones diarios durante el tercer trimestre a \$880 millones en el último trimestre del año pasado.

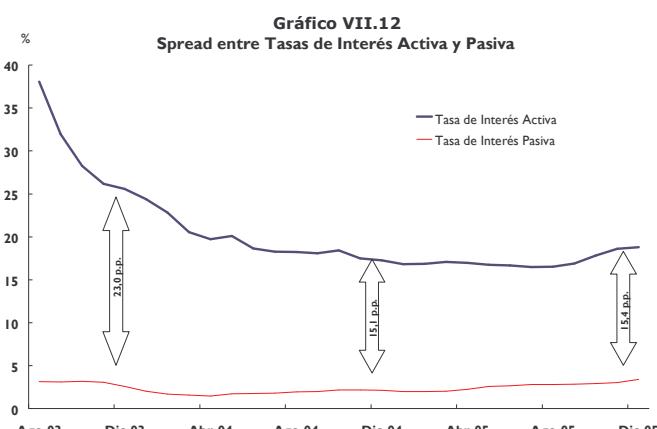
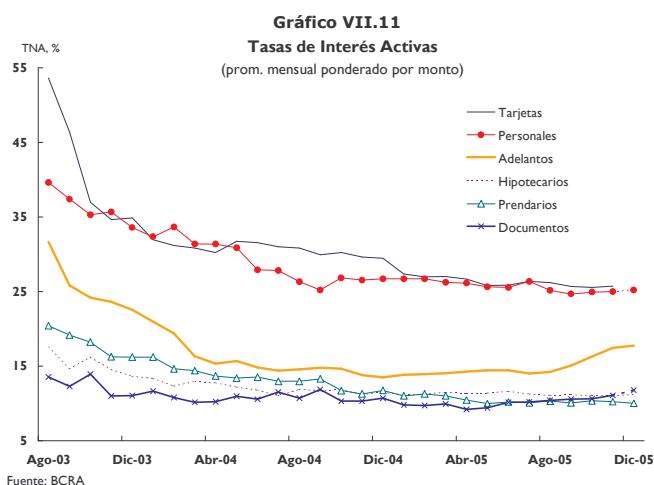
En línea con las subas de las tasas de interés de pases, los rendimientos de las LEBAC volvieron a crecer. Para las especies de menor duración, el alza estuvo en torno a 0,6 p.p. (4 p.p. por encima de fin del año anterior).

En el mismo sentido, la tasa de interés promedio por depósitos a plazo fijo aumentó en el trimestre 0,9 p.p. y se ubicó en 5,2% (ver Gráfico VII.9). Las tasas de interés pasivas mostraron variaciones positivas en todos los tramos de plazos. En el tramo de 30 a 59 días se registró un incremento trimestral de 0,9 p.p., donde la tasa de interés promedio en diciembre fue de 5%. En el tramo de 60 a 89 días la tasa de interés fue de 5,5%, mostrando un incremento de 0,6 p.p., mientras que en las colocaciones a plazos mayores a 90 días se observó una suba de 0,7 p.p. en el trimestre, con una tasa de interés de 6,1% en diciembre.

Al observar dentro del tramo de 30-59 días, las operaciones concertadas sólo hasta 44 días, se destaca que a partir de la última semana de octubre la tasa de interés para colocaciones superiores a \$1 millón en los bancos privados comenzó una marcada tendencia creciente, que recién se observó en las colocaciones minoristas a partir de noviembre. De este modo, la tasa de interés promedio de los depósitos a plazo fijo mayores a \$1 millón a fines de diciembre fue de 7,8% y para las colocaciones menores a \$ 100.000 fue de 5%. En el caso de los bancos públicos, la tasa de interés de colocaciones mayoristas continuó ascendiendo levemente manteniéndose en un promedio de 3,9%. En los plazos fijos menores a \$100.000, donde la tasa de interés no había presentado variaciones a lo largo del año, se observó en diciembre un incremento de 0,3 p.p., alcanzando una tasa de interés promedio de 2,9% (ver Gráfico VII.10).

Por su parte, las tasas de interés activas, reflejaron la tendencia creciente sólo en las financiaciones de corto plazo, ya que para los préstamos a más largo plazo continuaron estables. De este modo, las tasas de interés de los adelantos en cuenta corriente aumentaron durante el trimestre 2,6 p.p., alcanzando un promedio en diciembre de 17,7% y la de los documentos a sola firma se incrementaron 1,2 p.p., con un promedio de 11,8%. Las tasas de interés de los préstamos hipotecarios descendieron 0,3 p.p. en términos interanuales y, en este último trimestre, no mostraron variaciones respecto al trimestre anterior, quedando en 11,2%. Del mismo modo, las tasas de interés de los préstamos prendarios se mantuvieron en el promedio del trimestre anterior, finalizando diciembre en 10%. Por último, la tasa de interés para los préstamos





Cuadro VII.2
Programa Monetario 2006

	M2	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06
Saldo promedio	Banda Inferior	104.448	107.865	110.701	116.265
	Banda Superior	110.933	115.404	119.307	126.222
Var i.a. nominal	Banda Inferior	20.514	18.804	17.166	12.160
	Banda Superior	24,4%	21,1%	18,4%	11,7%
% del PIB s.o.	Banda Inferior	26.999	26.344	25.773	22.117
	Banda Superior	32,2%	29,6%	27,6%	21,2%

La variación anual a diciembre de 2006 se calcula en base al valor proyectado para diciembre de 2005 con la información disponible hasta el 20 de diciembre de 2005.

Fuente: BCRA

personales, luego de los leves descensos que presentó los trimestres anteriores, aumentó 0,5 p.p., arrojando un promedio en diciembre de 25,2% (ver Gráfico VII.11).

El aumento en los últimos meses de las tasas de interés activas de corto plazo superó al observado en las tasas de interés pasivas, con lo cual el margen se incrementó, revirtiendo la tendencia que venía presentando. De este modo, el margen de diciembre fue de 15,4 p.p. mientras que el de diciembre de 2004 fue 15,1 p.p., habiendo alcanzado un mínimo en julio de 2005 de 13,7 p.p. (ver Gráfico VII.12).

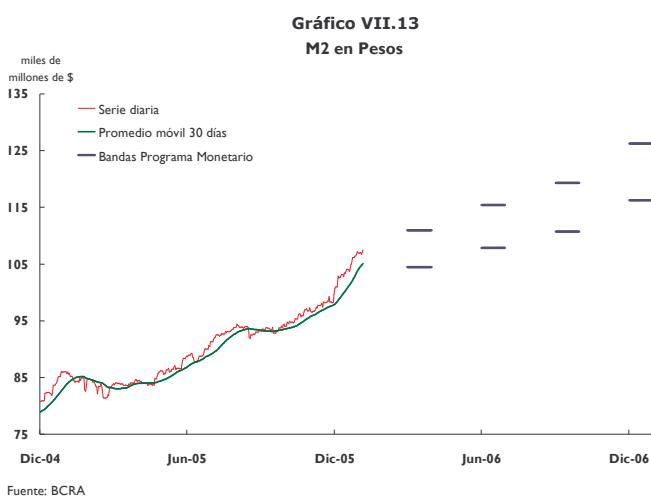
Programa Monetario 2006

El Banco Central, de conformidad con lo previsto por su Carta Orgánica (CO), elaboró el Programa Monetario 2006 (PM-2006) basado en metas cuantitativas de agregados monetarios. Hasta el momento, si bien los Programas se elaboraban en términos de todos los agregados, el seguimiento de su cumplimiento se centraba en la BM, debido a que luego de la crisis de 2001 el escaso dinamismo de los préstamos hizo que el multiplicador monetario se ubicara en niveles bajos y estables y, por lo tanto, la BM resumía la información relevante acerca de los agregados. Sin embargo, durante 2005 se consolidó el crecimiento de los préstamos al sector privado en todas sus líneas que ha redundado en un aumento de los medios de pago. Por lo tanto, el BCRA decidió que a partir de 2006 sea el nivel promedio del agregado M2 (circulante en poder del público más depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorros tanto del sector privado como del sector público no financieros) la variable a considerar para evaluar el cumplimiento del PM-2006. Asimismo, se definió un rango para la evolución de este agregado, cuya amplitud depende de la incertidumbre sobre los factores que explican la demanda de dinero, la elasticidad de la misma respecto a los cambios en dichos factores y también, respecto a la evolución de la creación secundaria de dinero (ver Apartado 3).

El rango del PM-2006 otorga elementos para manejar la liquidez de la economía por medio de la sintonía fina de la política monetaria, implementada mediante el control de la tasa de interés de corto plazo, a través de intervenciones en el mercado de pases. Ello no implica una inconsistencia entre el control simultáneo de los agregados monetarios y las tasas de interés; sino que, refleja la necesidad de preparar el entorno para poder migrar en el futuro, cuando las condiciones se consideren adecuadas, hacia un esquema donde las tasas de interés de referencia de corto plazo sean el principal instrumento de política monetaria.

Las proyecciones del PM-2006 prevén que la inflación subyacente muestre una desaceleración entre puntas respecto a la observada en 2005, para ubicarse en un rango entre 8% y 11%. Esta estimación no incluye ajuste de tarifas ni modificaciones importantes de precios de productos regulados. Asimismo, se prevé un crecimiento del PIB anual de 6,2%, con una evolución trimestral similar a la prevista en el Presupuesto Nacional 2006. Adicionalmente, se considera que el superávit de la Balanza Comercial continuará ubicándose en niveles elevados (aproximadamente US\$11.500 millones²¹), como resultado del buen desempeño de las exportaciones.

²¹ Contabilizando las exportaciones e importaciones en términos FOB (ver Sección V).



Asimismo, se prevé que a fines de 2006 las Reservas Internacionales recuperarán los niveles anteriores al pago de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), dado que el BCRA continuará con la política de acumulación de Reservas Internacionales a través de la absorción de parte del superávit del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC). Además, esta estrategia se vería favorecida por la conformación del Fondo Anticíclico Fiscal, cuyos recursos se sumarían al superávit primario de 3,3% del PIB. Así, la disciplina fiscal redundaría en un sector público contractivo.

También se espera que se continúen cobrando las cuotas del esquema de cancelación de redescuentos en el marco del *matching*. El BCRA esterilizará el excedente de oferta monetaria a través de las colocaciones de LEBAC y NOBAC, y mediante la concertación de operaciones de pases, las operaciones de mercado abierto y la licitación de cancelaciones anticipadas de asistencias por iliquidez. Sobre la base de estas proyecciones macroeconómicas, se establecieron las metas para el agregado M2 (ver Cuadro VII.2 y Gráfico VII.13).



Apartado 3. Programa Monetario 2006

El BCRA ha presentado recientemente su Programa Monetario 2006 (PM-2006). Diseñado con el fin de moldear las expectativas de inflación de mediano plazo, el Programa trae como novedad un cambio instrumental importante: el foco del seguimiento del Programa pasará de la Base Monetaria Amplia (BMA) como ha sido desde la salida de la Convertibilidad al agregado monetario conocido como M2²². Esta modificación responde a las positivas transformaciones observadas en el sistema bancario y financiero durante los últimos 3 años y tendrá como consecuencia un control más ajustado de las variables monetarias que el permitido por la Base Monetaria (BM).

Una de las contribuciones más importantes que puede hacer un Banco Central al crecimiento sostenido de una nación, mediante la instrumentación de la política monetaria, es coadyuvar a la estabilidad de precios en el mediano plazo. En este sentido, se entiende por estabilidad de precios aquel nivel de inflación lo suficientemente bajo y estable como para que no afecte las decisiones económicas de las familias y las firmas. Consecuente con esta visión, la Carta Orgánica de esta entidad establece en su artículo 3º que “es misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda.”

El logro de este objetivo constituye un desafío de enorme complejidad para el Banco Central. Ello se debe a que la política monetaria debe ser instrumentada con un conocimiento muy imperfecto acerca de la verdadera estructura de la economía, en cuanto a los canales de transmisión de la política monetaria, el grado de persistencia de los procesos inflacionarios, la naturaleza de los cambios estructurales, o los *shocks* enfrentados por la economía. En el caso particular de nuestro país, los frecuentes cambios estructurales que se han producido incluso dificultan la interpretación de las pruebas que arroja su historia.

En el largo plazo, una vez que los rezagos en la transmisión de la política monetaria han tenido tiempo de operar, se sabe que el mantenimiento de un nivel bajo y estable de inflación depende fundamentalmente de mantener el crecimiento de la oferta de dinero en niveles cercanos al nivel de aumento de la demanda, independientemente del instrumento de política monetaria elegido para efectuar esa coordinación (la tasa de interés o los agregados monetarios). De este modo, dado el nivel de precios, si la oferta nominal crece a una tasa que excede el incremento en la demanda de saldos monetarios reales, ello se reflejará en un alza de los precios en la medida que las familias y las firmas intenten cambiar esos pesos no deseados por bienes, servicios y otros activos con mejor retorno. El Cuadro N° 1 muestra los resultados de un experimento muy sencillo que calcula la correlación entre la inflación y el crecimiento nominal de distintos agregados monetarios. Del mismo modo que en otras economías, se observa un notable incremento de la correlación entre inflación y crecimiento nominal de agregados monetarios a medida que el análisis se concentra en los movimientos de relativamente menor frecuencia. Por ejemplo, la correlación es significativamente mayor en términos anuales que mensuales.

Cuadro N° 1: Correlación entre Inflación y Crecimiento Monetario
(datos mensuales; 1970:1-2005:11)

Promedio móvil	Circulación Monetaria	M1	M2	M3
MA(0)	0.583	0.776	0.732	0.649
MA(2)	0.734	0.842	0.817	0.761
MA(4)	0.869	0.911	0.899	0.850
MA(6)	0.930	0.943	0.936	0.893
MA(12)	0.968	0.968	0.966	0.942

Fuente: BCRA

Por otro lado, en el corto plazo la política monetaria produce efectos reales, pero la ausencia de una cabal comprensión acerca de cómo operan los mecanismos de transmisión, los cuales no son independientes de los regímenes de política y distan de ser estables en el tiempo, restringe el alcance de la política monetaria como instrumento de estabilización de la actividad económica.

El objetivo de estabilidad de precios se hace operacional a través del establecimiento de una banda de la tasa de inflación (medida a través de la variación de los precios minoristas), que para 2006 fue consensuada con el Ministerio de Economía y Producción entre 8% y 11%. Consistente con este rango de inflación, el PM-2006 se basa en metas intermedias del agregado monetario M2. La programación monetaria del Banco Central, en sus diferentes versiones anuales, acumula ya 10 trimestres consecutivos de cumplimiento. Hasta este año, el seguimiento del Programa Monetario se centraba en la evolución de la BMA. Esto respondía a dos causas: en primer lugar, el achicamiento del sistema bancario tras la crisis de 1998-2001, y en segundo

²² M2 incluye circulante en poder del público, depósitos en cuenta corriente y depósitos en caja de ahorro de los sectores privado y público no financiero, constituyendo el agregado transaccional más amplio.

lugar, la inmediata disponibilidad de los datos de BM, con lo que muy rápidamente podía darse cuenta a la sociedad del cumplimiento del Programa, ayudando en la construcción de la credibilidad del Banco Central. Volviendo al primer elemento, la crisis iniciada en 1998 prácticamente redujo en dos tercios el volumen real de créditos bancarios al sector privado: el ratio préstamos bancarios con respecto al PIB cayó desde 24% a principios de 1999 hasta 8% hacia fines de 2004²³. Proporciones comparables de otros países se encuentran en niveles bastante mayores: 98% en Japón, 57% en EE.UU., e incluso 62% en Chile. Tras la crisis, el escaso dinamismo de la actividad crediticia mantenía los multiplicadores monetarios en niveles bajos y estables, de modo tal que la BM resumía la mayor parte de la información relevante acerca del estado de los agregados monetarios. El multiplicador monetario representa la relación entre cada uno de los distintos agregados monetarios (M1, M2 y M3) y la BM. En otras palabras, el multiplicador informa cuanta oferta monetaria (medida en términos de los respectivos agregados) "crea" la BM. Dado que de cada peso captado como depósito los bancos mantienen cierta fracción como reserva y el resto puede prestarse al sector privado o al Gobierno, el tamaño de este ratio depende fundamentalmente del nivel de intermediación financiera. Cuanto mayor sea la intermediación, esto es, cuanto más activos estén los bancos en la captación de depósitos y el otorgamiento de créditos, mayor será la oferta de dinero derivada de un cierto nivel de BM. El Gráfico N° 1 muestra distintas definiciones posibles del multiplicador de M2. La definición más relevante a estos efectos es aquella que incorpora la visión más amplia de reservas: los depósitos bancarios en la cuenta corriente del BCRA (contenidos en la BMA), los pasos pasivos y las LEBAC y NOBAC suscriptas por entidades bancarias.

Gráfico N° 1: Multiplicadores Monetarios

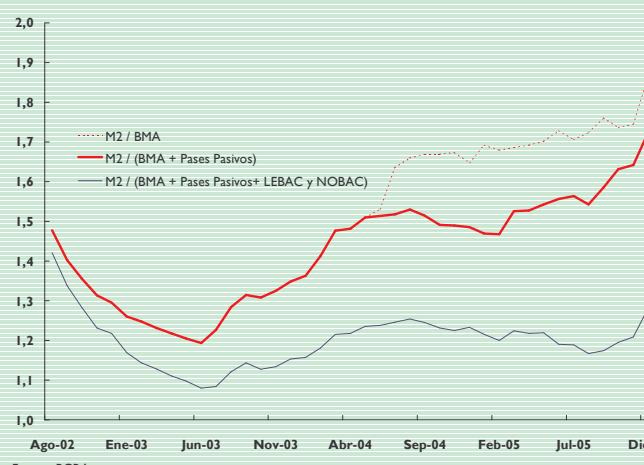
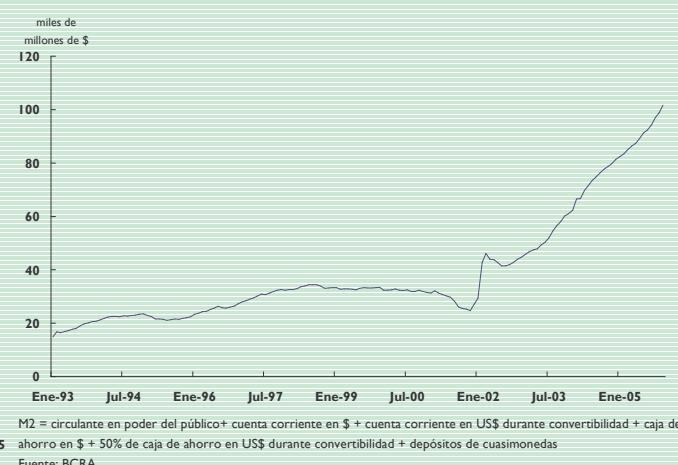


Gráfico N° 2: M2 nominal

(s.e.)



En la actualidad se observa un robusto crecimiento del crédito en todas sus líneas (superior a 30% en 2005), lo cual ha redundado en un crecimiento de los medios de pago (M1 y M2). Es en este marco que el Banco Central ha decidido cambiar el foco del seguimiento del Programa a M2. En las actuales circunstancias de vigoroso crecimiento del crédito, ello supone incrementar el control del Banco Central sobre las condiciones monetarias de la economía. En particular, dado el crecimiento interanual de M2 de 36% en 2003, 33% en 2004 y 25% en 2005, el nuevo rango de crecimiento proyectado entre 11,7% y 21,2% ofrece una clara señal a la sociedad acerca del compromiso del Banco Central en la lucha contra la inflación.

²³ Esta reducción se produjo a través de una combinación de pre-cancelaciones de créditos por familias y empresas, suspensión de líneas de capital de trabajo por parte de los bancos, y el incremento en el PIB nominal que acompañó la alta inflación de 2002.

VII.3 Agregados Monetarios

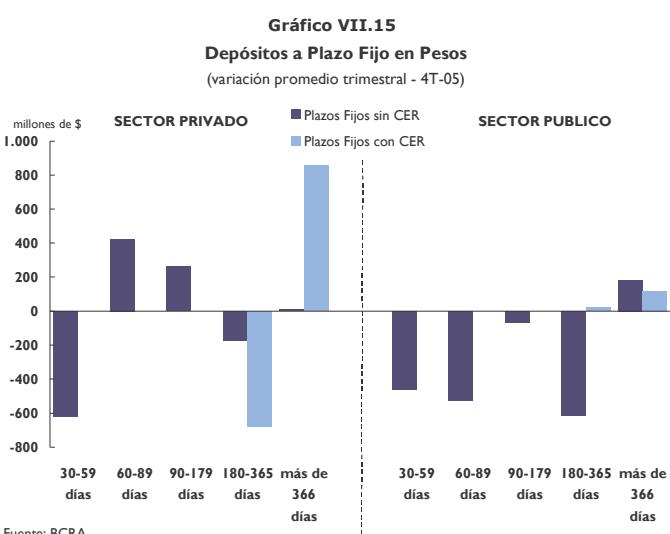
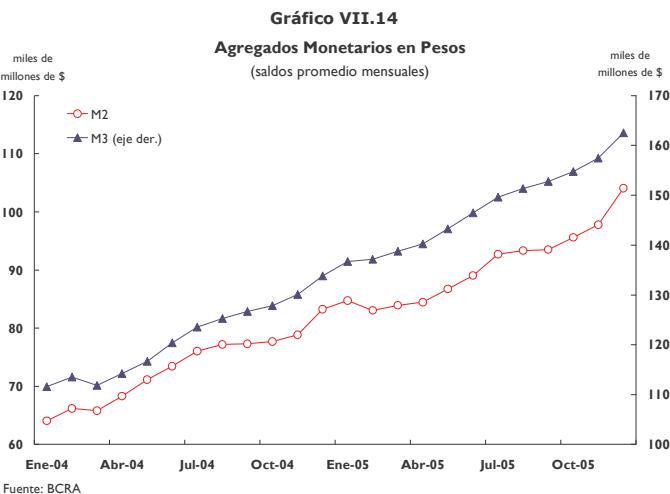
Durante el cuarto trimestre, los agregados monetarios evidenciaron un importante crecimiento dado el fuerte incremento de los depósitos a la vista y, en menor medida, del circulante en poder del público (ver Gráfico VII.14). El comportamiento de estas variables respondió a motivos estacionales, asociados al aumento de la demanda de dinero transaccional que caracteriza a los últimos meses del año.

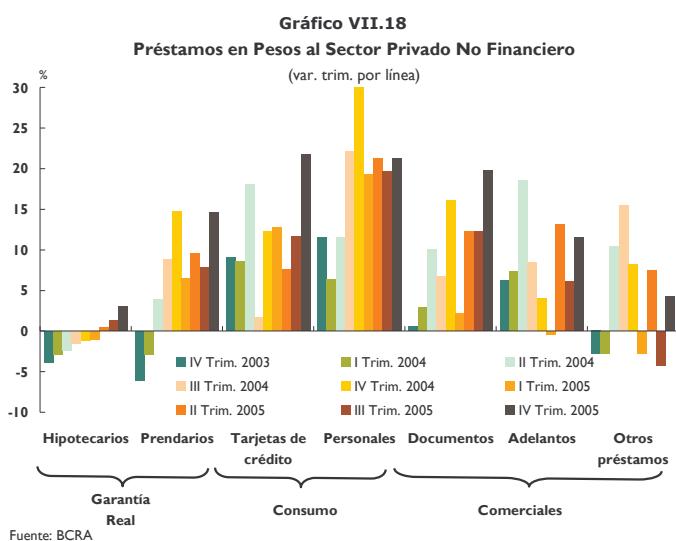
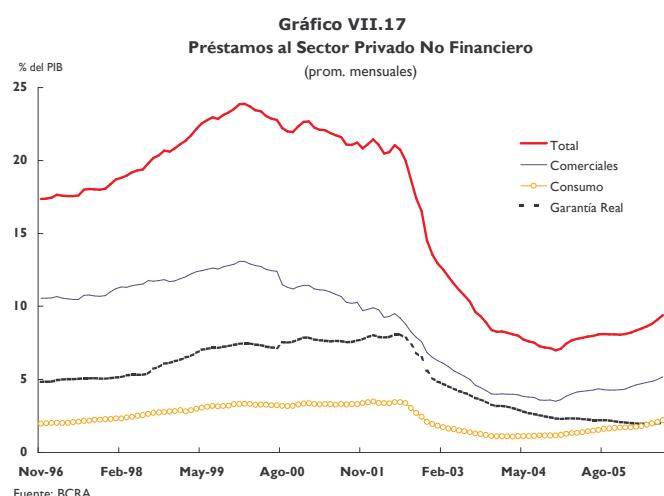
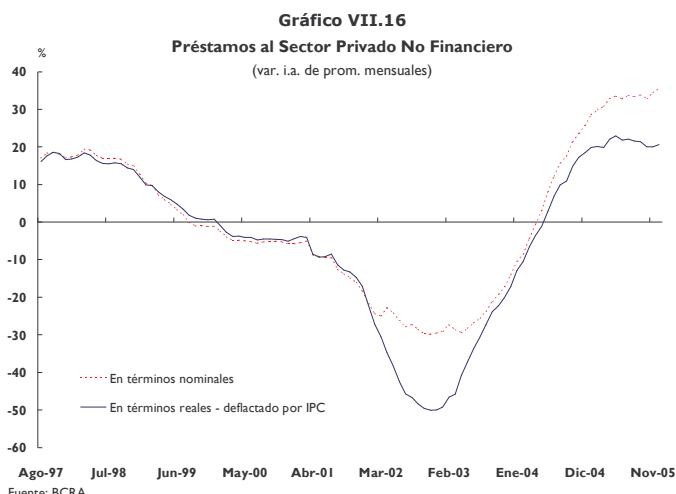
Los medios de pago M2 presentaron una variación positiva de 11,3% en el trimestre, que en términos reales desestacionalizados rondó 4,9%, y un incremento interanual de 25% (11,3% en términos reales). La mayor parte de este crecimiento se explica por el aumento de los depósitos transaccionales, que en el trimestre totalizó \$6.750 millones (12%), distribuyéndose en forma homogénea entre colocaciones del sector público y del sector privado. Al igual que durante los últimos dos trimestres, las imposiciones públicas fueron alimentadas por ingresos tributarios, a los cuales se sumó en diciembre la afluencia de fondos provenientes de la colocación de Letras del Tesoro, lo que resultó en un incremento trimestral del orden de 18,7%. En el caso de los depósitos privados, se advirtió un aumento superior a 9%, que estuvo asociado a las mayores necesidades de liquidez vinculadas con las festividades de fin de año y al cobro de aguinaldos. Estos factores también incidieron sobre la evolución del circulante en poder del público, que experimentó una suba trimestral de 10,1% (2% en términos reales desestacionalizados). En relación a 2004, este agregado aumentó 30,1% (15,8% en términos reales).

Por su parte, el agregado monetario más amplio (M3) registró un alza trimestral de 6,4%, que en términos reales desestacionalizados ascendió a 2,7%, y un aumento interanual de 21,4% (8,1% en términos reales). El crecimiento del M3 respondió en su totalidad al alza de los medios de pago, dado que las colocaciones a plazo experimentaron una variación negativa durante el trimestre.

Los depósitos a plazo fijo evidenciaron una disminución trimestral de \$1.330 millones (-2,6%), que correspondió en su mayoría a colocaciones del sector público. La caída de estas imposiciones estuvo asociada a la mencionada colocación de deuda de corto plazo a organismos públicos descentralizados, al vencimiento de sus plazos fijos, y afectó los depósitos menores a 365 días. Por su parte, las colocaciones superiores a 1 año presentaron variaciones positivas, tanto en el segmento ajustable por CER como en el tradicional. En el caso del sector privado también se observó un crecimiento de las colocaciones a plazos de más de 365 días, principalmente en el segmento ajustable por CER. Entre los tramos de plazos inferiores a 1 año, continuó observándose una fuerte preferencia por las colocaciones de 60 a 89 días, aunque también se registraron incrementos en el segmento de 90 a 179 días. En relación al tramo de más corto plazo (30-59 días), se advirtió una merma del stock, que estuvo asociada en parte al traspaso de fondos hacia el agregado monetario transaccional, explicado por la estacionalidad característica de los últimos meses del año (ver Gráfico VII.15).

Finalmente, el stock de CEDRO ajustado por CER se redujo \$250 millones en el trimestre, influido por la resolución de amparos que se encontraban pendientes. Como consecuencia, el saldo remanente





a fines de diciembre, compuesto por certificados con acciones judiciales pendientes de resolución, ronda los \$30 millones.

Crédito al sector privado²⁴

Durante 2005 se consolidó el aumento de los préstamos al sector privado, que finalizaron el año con un crecimiento superior a 35% anual (ver Gráfico VII.16). A diferencia de lo ocurrido durante otros episodios de rápido incremento del crédito, en esta oportunidad las financiaciones se otorgaron casi en su totalidad en moneda nacional. A su vez, es destacable que el aumento de los préstamos es generalizado en todas las líneas, desde los adelantos en cuenta corriente de corto plazo, hasta los préstamos hipotecarios de largo plazo (ver Gráfico VII.18).

Los préstamos en pesos al sector privado aceleraron su ritmo de crecimiento, incrementándose en el cuarto trimestre alrededor de \$5.500 millones (13,5%) y acumulando en el año un aumento de \$11.360 millones. Ésto, sumado a la suba anual de US\$770 millones de los préstamos en moneda extranjera, ubicó al stock de préstamos privados en torno a \$52.340 millones, lo que actualmente representa el 9,4% del PIB, 1,3 p.p. superior al registrado un año atrás (ver Gráfico VII.17).

El crecimiento de los préstamos durante el último trimestre del año volvió a estar liderado por las financiaciones comerciales, a diferencia de lo ocurrido en el trimestre anterior. Favorecidas por los cambios normativos tendientes a la eliminación de los aforos para el descuento de documentos emitidos por empresas de primera línea, las financiaciones instrumentadas mediante documentos se incrementaron \$1.700 millones (6,3%) en el trimestre, mientras que los adelantos en cuenta corriente crecieron \$880 millones (0,7%) y los “otros préstamos” aumentaron \$150 millones (7,2%).

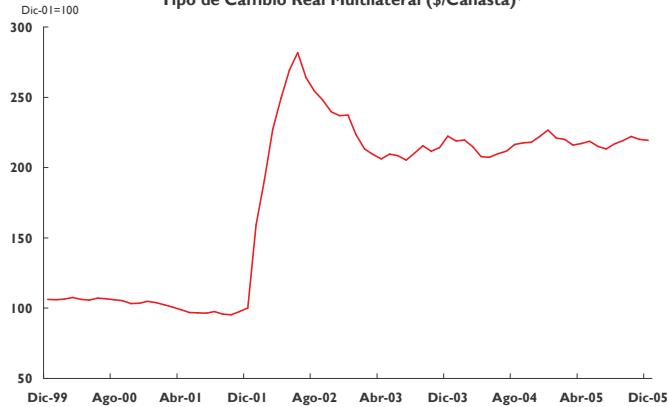
Dada la gradual mejora en el empleo y el crecimiento de la masa salarial, el crédito al consumo (préstamos personales y financiaciones con tarjetas de crédito) continuó presentando un muy buen desempeño. Los préstamos personales subieron \$1.330 millones (21,3% en el trimestre), favorecidos por los cambios normativos impulsados por el BCRA tendientes a facilitar el otorgamiento de préstamos personales de bajo monto. Por su parte, beneficiadas por la reaparición de las promociones de pagos con tarjeta de crédito en cuotas sin interés, las financiaciones con tarjeta de crédito aumentaron \$890 millones (21,8% en el trimestre).

En un contexto muy favorable en términos de ventas de automotores y maquinaria agrícola, los préstamos prendarios continuaron mostrando un muy buen desempeño, incrementándose \$290 millones en el trimestre (14,6% trimestral). En el caso de los préstamos hipotecarios, por tercer trimestre desde que se precipitara la crisis de 2001-2002, las nuevas financiaciones superaron en monto a las amortizaciones y precancelaciones, por lo que mostraron una nueva suba de \$260 millones (3% en el trimestre).

²⁴ Al igual que en los trimestres pasados, en los últimos meses se han producido movimientos contables, ocasionados por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y Fideicomisos Financieros (FF). En el momento de la conformación de un FF con cartera de préstamos de un banco, esa parte de la cartera se quita del rubro “Préstamos” en el balance y se transfiere al Fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un Fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco los créditos trasladados se registran en el rubro “Préstamos” del balance. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por este tipo de operatoria que, si bien altera los saldos contables, no afectan al stock de financiaciones otorgadas.

Finalmente, los préstamos en moneda extranjera se redujeron U\$S160 millones. No obstante, cabe señalar que debido a que el BCRA flexibilizó los requisitos de documentación a presentar en relación a las prefinanciaciones de exportaciones, es esperable que éstos registren en el próximo trimestre un cambio de tendencia.

Gráfico VII.19
Tipo de Cambio Real Multilateral (\$/Canasta)*



*Aumento/descenso implica depreciación/apreciación real del peso.

Fuente: BCRA

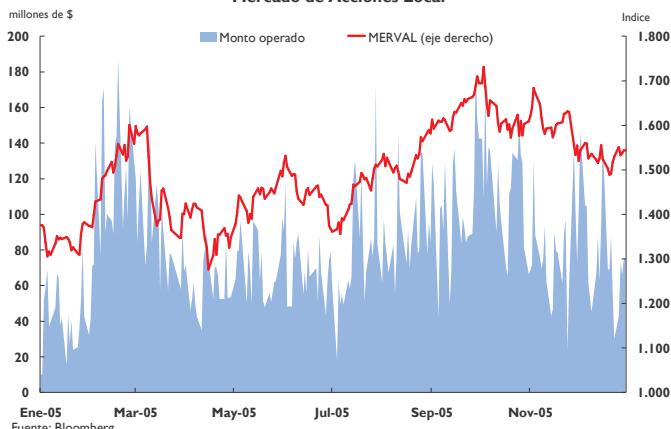
VII.4 Mercado de Cambios

Durante el último trimestre del año, el BCRA continuó con la política de acumulación de Reservas Internacionales, lo que permitió que a fines del 2005 éstas superaran los US\$28.000 millones, más que triplicando el mínimo registrado a comienzos del 2003. La variación trimestral rondó el 9,6% y se explica principalmente por las compras de divisas que realizó el BCRA en el MULC y, en menor medida, por el ingreso de fondos provenientes de Instituciones Financieras Internacionales (IFI) y el rendimiento positivo de las Reservas. Estos factores fueron parcialmente compensados por los egresos de divisas vinculados a los pagos a organismos internacionales por parte del sector público. Cabe señalar que a mediados de diciembre el Gobierno dispuso la cancelación del total de la deuda contraída con el FMI (US\$9.530 millones) con Reservas Internacionales de libre disponibilidad que excedieran el 100% de la BM. La operación le fue encomendada al BCRA, al que se le entregó como contrapartida una Letra intransferible en dólares por un plazo de 10 años. El pago se efectivizó el 3 de enero de 2006, resultando neutro en términos monetarios (ver Apartado 4).

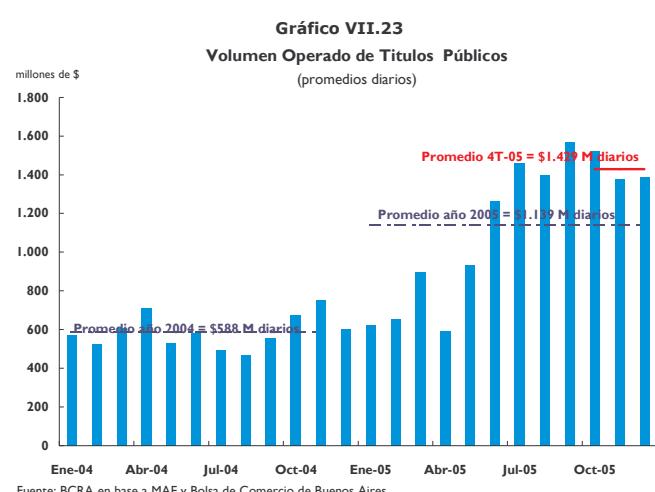
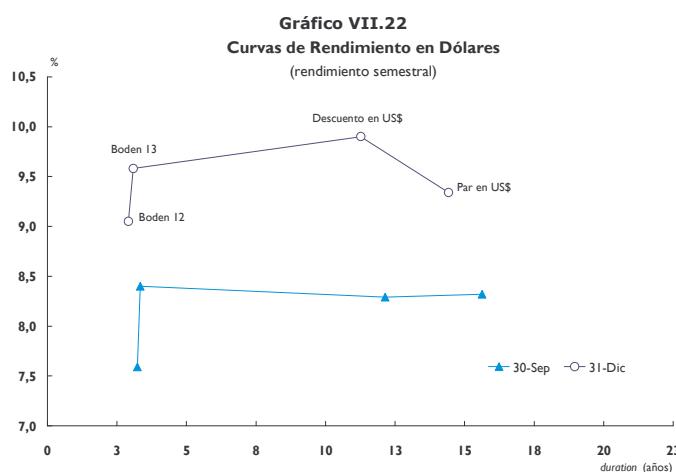
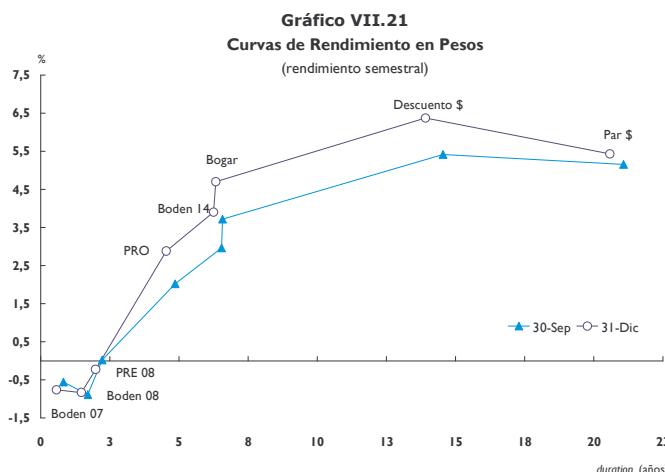
El mercado de cambios, tanto *spot* como futuro, continuó mostrando un importante dinamismo. En el primero caso, el volumen promedio operado diariamente aumentó 11% respecto del trimestre anterior, para registrar un incremento interanual cercano a 46%. Al igual que durante el tercer trimestre, el BCRA disminuyó su participación en el mercado, de modo que las operaciones pactadas entre el resto de las entidades aumentaron alrededor de 25%. Por su parte, en el Mercado a Término de Rosario (ROFEX), la actividad creció alrededor de 33,4% en el trimestre. El monto promedio negociado diariamente ascendió a US\$78 millones de los cuales 12,4% correspondió a operaciones realizadas por el BCRA. En el Mercado de Futuros del MAE, en la rueda de Operaciones Concertadas a Término (OCT) donde intervienen entidades financieras en forma bilateral, el volumen negociado se duplicó respecto al trimestre anterior, totalizando US\$1.078 millones. El BCRA comenzó a inicios del corriente año a operar en este mercado por lo que se espera una profundización, de la misma manera que ocurrió en el ROFEX.

Según la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), luego de depreciarse en octubre, el peso revirtió esta tendencia y se apreció tanto en noviembre como en diciembre. Como consecuencia, en el trimestre el peso se depreció sólo 0,2% respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales y acumuló una apreciación real de 3,2% durante 2005 (ver Gráfico VII.19). En términos nominales, durante el trimestre la moneda local registró depreciaciones con relación al euro, al real y al dólar estadounidense.

Gráfico VII.20
Mercado de Acciones Local



Fuente: Bloomberg



VII.5 Otros Activos

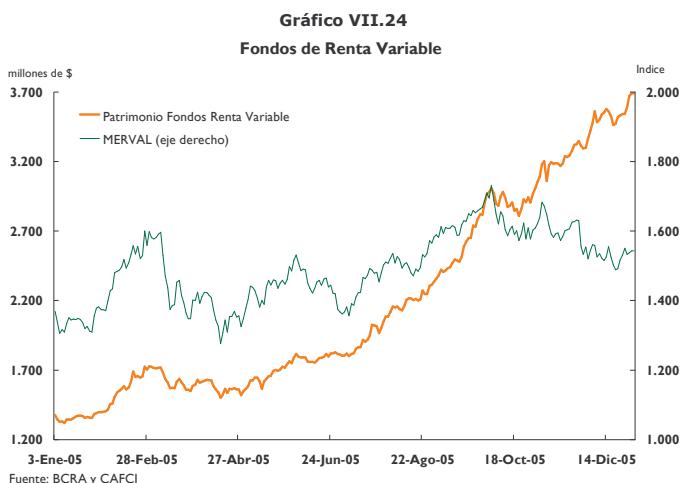
Las cotizaciones de los activos financieros locales se deterioraron durante el cuarto trimestre del año. El mercado accionario, que habría mostrado fuertes incrementos de precios durante el trimestre anterior, registró una disminución de los mismos en el cuarto trimestre. En el mercado de deuda soberana se observó un comportamiento similar, registrándose un aumento en los *spreads* de la deuda externa. Aunque debe destacarse que el retroceso de los precios de los activos financieros locales en el último trimestre del año fue relativamente pequeño con respecto a las ganancias de dos dígitos registradas durante el resto de 2005.

El índice Merval, que agrupa a las empresas más importantes que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, cayó 8,9% durante el trimestre (ver Gráfico VII.20). Resulta de interés notar, sin embargo, que en la primera semana de octubre el índice alcanzó el máximo histórico de la serie (1.731 puntos), lo cual distorsiona en cierta medida la base de comparación. La disminución registrada en el trimestre dejó al índice en un nivel de 1.543 puntos desde los 1.375 registrados a fines de 2004, permitiendo acumular en 2005 un retorno cercano al 12%, nulo en términos reales. Cabe destacar que con el incremento observado en 2005 se completa un ciclo de 4 años consecutivos con retornos positivos de dos dígitos en el mercado accionario. Por su parte, los volúmenes diarios operados se mantuvieron en los niveles observados durante el trimestre anterior, alcanzando \$80 millones en promedio durante diciembre.

Las paridades de los títulos de deuda soberana también registraron una disminución, tanto en el caso de los títulos indexados por CER como aquellos denominados en dólares. Sin embargo, es importante notar que la comparación de las paridades no es directa en el cuarto trimestre, debido a que en noviembre se hizo efectiva la separación de las unidades vinculadas al PIB, que cotizaban conjuntamente con los instrumentos entregados en la reestructuración de la deuda soberana. El valor de las unidades se encontraba implícito en los precios de los títulos de deuda hasta noviembre, cuando comenzaron a cotizar separadamente.

En particular, la curva de rendimientos reales mostró un incremento en todos los tramos cuando se compara con los precios del 30 de septiembre. Debe destacarse que si se ajusta dicho incremento en los rendimientos por la separación de las unidades vinculadas al PIB, sustrayendo al precio de los bonos Descuento y Par el valor de dichas unidades valuadas al momento de la separación, el aumento en los rendimientos en el tramo largo de la curva sería significativamente menor. El tramo corto de la curva, que no se encuentra influido por la valuación de las unidades vinculadas al PIB, también mostró un incremento liderado por el PRO 12, que lo hizo en 0.9 p.p. (ver Gráfico VII.21).

La curva de rendimientos en dólares también mostró cambios en todos los tramos. Al igual que en el caso de la curva de rendimientos reales en pesos, en el tramo largo se observó un incremento fuertemente influido por la separación de las unidades vinculadas al PIB. Asimismo, en el tramo más corto de la curva los rendimientos también aumentaron. En particular, el BODEN 12 mostró un alza en el rendimiento de 1.5 p.p. y el BODEN 13 de 1,2 p.p. (ver Gráfico VII.22).



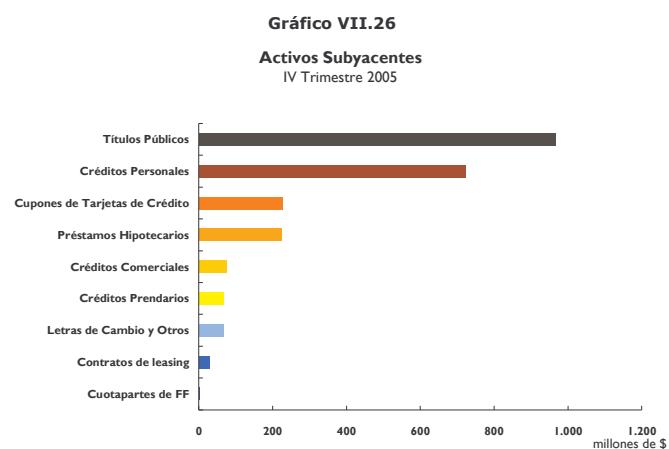
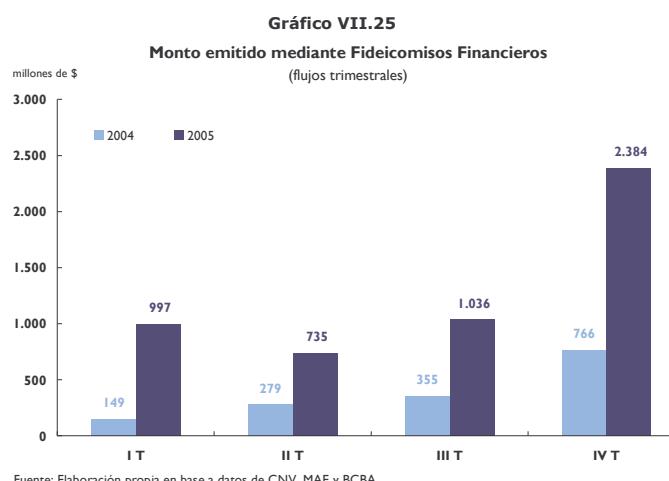
Los volúmenes negociados en el mercado de deuda soberana durante el trimestre continuaron con la tendencia de los meses anteriores. En efecto, en el período se negociaron \$1.429 millones (promedio diario). Dicho monto resultó superior al negociado durante el año que ascendió en promedio a \$1.139 millones (ver Gráfico VII.23).

En el último trimestre del año, el Gobierno Nacional realizó colocaciones en dólares estadounidenses por US\$1.398 millones en valor nominal (VN). Del total, únicamente US\$632 millones correspondieron a emisiones en el mercado de capitales mientras que el resto fueron privadas. Se colocaron BODEN 15 en el mercado de capitales, mientras que en las adjudicaciones privadas se emitió BODEN 12. Tomando en cuenta la totalidad de las licitaciones del trimestre, se emitieron instrumentos a una vida promedio de 6,3 años, mientras que la sobretasa por encima de la curva de los bonos del Tesoro de EE.UU. (*spread*) fue de 439 puntos básicos (p.b.).

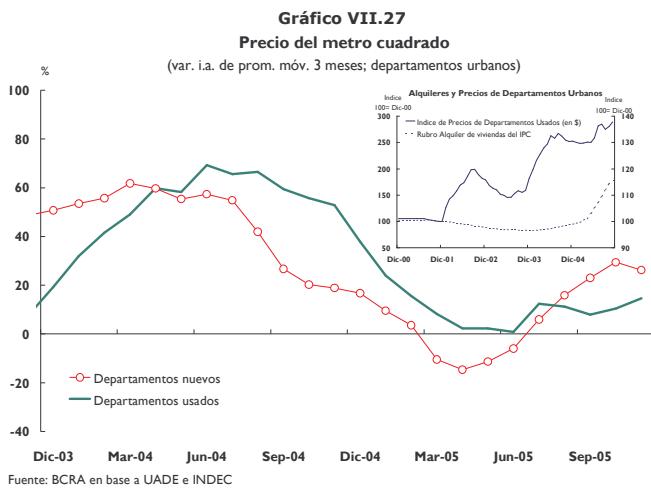
En el cuarto trimestre, los Fondos Comunes de Inversión acumularon una suba patrimonial de \$483 millones. Este incremento estuvo liderado por los fondos de renta variable (ver Gráfico VII.24), que tuvieron un incremento patrimonial de \$710 millones. Pese a que el desempeño del Merval repercutió negativamente sobre el rendimiento de estos fondos, no impidió el ingreso de recursos por parte de los clientes institucionales como instituciones financieras (AFJP, ART, etc.) y grandes empresas.

El patrimonio de los fondos de renta fija se ubicó \$358 millones por encima del trimestre anterior, incremento que estuvo asociado al ingreso de nuevos recursos principalmente de clientes institucionales. Cabe destacar que recientemente la Comisión Nacional de Valores modificó la normativa para que a partir del 27 de febrero esta clase de fondos deba tener activos valuados a valor de mercado con oferta pública por 60% o más de su cartera. Por su parte, los fondos de renta mixta continúan incrementando su patrimonio, que llega a los \$46 millones. Finalmente, los fondos de plazo fijo y dinero (*money market*) presentaron una merma de \$630 millones en su patrimonio, que se debe a que algunos clientes institucionales trasladaron parte de sus recursos desde *money market* a cuentas a la vista remuneradas que ofrecían un rendimiento mayor. A fines de diciembre la Comisión Nacional de Valores modificó la normativa referente a estos fondos²⁵, estableciendo nuevos límites a los activos valuados a devengamiento (no podrán superar el 50% de la cartera) y modificó el margen de liquidez (80% de la porción de activos valuados a devengamiento), ambos con vigencia a partir del 27 de febrero de 2006. Adicionalmente, con vigencia a partir del 30 de enero de 2006, se dispuso que la vida promedio de la cartera sea igual o mayor a 20 días (excluyendo el margen de liquidez) y que el plazo al vencimiento de los activos valuados a precio de realización que se incorporen al patrimonio del fondo no supere los 180 días.

En el cuarto trimestre fueron lanzados Fideicomisos Financieros (FF) por un total de \$ 2.384 millones, cifra 130% superior a la del período previo y 211% mayor a la de igual período del año anterior (ver Gráfico VII.25). El acumulado del año ascendió a \$ 5.152 millones, monto que más que triplicó al total de 2004.



²⁵ Para una explicación más detallada sobre estos cambios normativos ver la Sección 7.2.3.2 del Informe Monetario Mensual de diciembre 2005.



Los activos subyacentes más sobresalientes en el período fueron los títulos públicos (que representan el 40% del monto total emitido), créditos personales (30%), cupones de tarjetas de crédito (10%) y préstamos hipotecarios (9%), entre otros (ver Gráfico VII.26). Como fiduciarios (quienes transfieren su cartera de activos) operaron principalmente las entidades financieras, seguidas por comercios y entidades no reguladas, quienes también actuaron, y aún en mayor medida, como fiduciarios (quienes administran los FF).

La *duration* promedio de los FF que tienen préstamos personales como activos subyacentes en el trimestre fue de 6,1 meses, apenas 0,4 meses inferior que el período anterior; mientras que la de tarjetas de crédito se ubicó en 5,6 meses, también inferior en 1,1 meses respecto del trimestre anterior.

Los precios en el mercado inmobiliario continuaron con la tendencia creciente de los últimos trimestres. Según el índice de precios de departamentos nuevos y usados elaborado por UADE (Universidad Argentina de la Empresa), la variación interanual de los mismos registrada en noviembre fue de 26% y 15% respectivamente (ver Gráfico VII.27). La notable recuperación de los precios en el segundo semestre responde al sostenido incremento en la demanda de inmuebles, probablemente explicado por la mejora en el ingreso de las familias, el aumento en los créditos hipotecarios y las inversiones de no residentes. Los precios de los alquileres, por su parte, mostraron en la segunda mitad del año una significativa recuperación. En particular, los alquileres de las viviendas medidos por el IPC (Índice de Precios al Consumidor) se habían mostrado notoriamente estables desde fines de 2000, mientras que los precios de las viviendas medidos en pesos habían aumentado fuertemente. En la segunda mitad del año, y particularmente en el cuarto trimestre, el precio relativo de los alquileres y de las propiedades se recompuso levemente.



Apartado 4. El pago al FMI y la política de acumulación de Reservas Internacionales

Las Reservas Internacionales de la Argentina ascendían a US\$28.077 millones al 30 de diciembre de 2005, marcando un crecimiento genuino de casi US\$20.000 millones en un período de más de dos años. El año 2005 fue, en particular, el de mayor crecimiento de las reservas. En repetidas oportunidades el BCRA explicó cuál era la estrategia detrás de ese cuantioso incremento: proteger al país frente a movimientos de capitales bruscos que pudieran provocar fluctuaciones violentas en los tipos de cambio, las tasas de interés o los flujos comerciales, impactando sobre la actividad económica o generando una crisis de liquidez. Argentina no representa un caso aislado en esta estrategia prudencial de incrementar el *stock* de activos externos y diversos países emergentes se encaminaron desde fines de 1997 en la misma dirección, como es el caso de las economías del sudeste asiático, Rusia, Turquía, o economías vecinas como México y Brasil.

Sin embargo, la política prudencial de acumulación de Reservas constituye un resguardo para limitar el impacto sobre la economía interna de los cambios bruscos en el contexto internacional. Ese es uno de los conceptos que prevalece detrás del *stock* de activos internacionales que mantienen tanto el BCRA, como los Bancos Centrales de los países emergentes que han sufrido crisis financieras o que se encuentran expuestos a la volatilidad de los flujos de capitales. La mayor flexibilidad y autonomía que otorga la acumulación de Reservas quedó claramente ilustrada por el hecho de que el crecimiento en el *stock* posibilitó tomar la decisión de cancelar anticipadamente la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

La cancelación de ese pasivo implicó un desembolso por US\$9.530 millones, reduciendo en 34% aproximadamente el *stock* de Reservas Internacionales, que inmediatamente después del pago pasaron a ubicarse en US\$18.580 millones. El nuevo monto de Reservas continúa ubicándose en niveles adecuados, particularmente si se tiene en cuenta que el ingreso de capitales que se estima para 2006, sumado a otros factores favorables esperados (como un nuevo récord de exportaciones y la mayor confianza que despierta Argentina ante los inversores a raíz de los superávit fiscal y de Cuenta Corriente que fortalecen el sistema financiero), permiten proyectar una oferta de divisas significativa para los próximos meses, que permitirá prácticamente recomponer durante el año 2006 las Reservas utilizadas para cancelar la deuda con el FMI.

La operatoria del pago al FMI

El 29 de diciembre el Ministerio de Economía y Producción emitió la Resolución 49/2005, encomendando al BCRA la cancelación total de la deuda con el FMI e instruyó a las correspondientes Secretarías de ese Ministerio la emisión de una Letra a 10 años a favor de la entidad monetaria en canje de los pasivos del Gobierno Nacional por los activos del BCRA derivados del traspaso de los fondos ingresados desde el FMI en cada desembolso. En esa misma fecha el Directorio del Banco Central aprobó una Resolución, con previa intervención favorable del Procurador del Tesoro, autorizando el pago total de la deuda con el FMI. Si bien esta última Resolución significó el comienzo formal del pago, la naturaleza extremadamente compleja de la operatoria en cuestión implicó que con antelación a esa fecha ya hubiesen comenzado preparativos informales para hacer posible llevar a cabo el pago con gran rapidez, una vez que se cumplieran los imprescindibles requisitos formales.

En efecto, la operatoria para cancelar la deuda con el FMI, constituyó uno de los desafíos operacionales más complejos que haya realizado el BCRA, al involucrar una numerosa cantidad de operaciones efectuadas en tiempo récord, y donde intervinieron 18 países miembros del Fondo, además del organismo de crédito e instituciones en las que el BCRA tiene depositadas las Reservas. Dado que el FMI solicitó conocer con una anticipación de 5 días hábiles la fecha presunta de cancelación, el Banco Central debió comunicar con esta antelación al Fondo la intención de efectuar la recompra²⁶ anticipada de la deuda de 6.655 millones de Derechos Especiales de Giro (DEG), ofreciendo una canasta tentativa de monedas (incluyendo DEG que formaban parte de las reservas del BCRA). Luego de algunos intercambios y contrapropuestas respecto a la canasta final de monedas a utilizar, el 29 de diciembre el FMI envió las instrucciones de pago, que envolvían la siguiente canasta de monedas:

DEG depositados en el FMI: por DEG 2.874 millones (43%)

Euros por DEG 2.908 millones (44%)

Libras por DEG 393 millones (6%)

Yenes por DEG 481 millones (7%)

En los días previos al momento de efectuarse el pago, el BCRA comenzó a tomar posiciones en las diversas monedas que esperaba que formarían parte del desembolso. Y dados los montos involucrados, en momentos en que la liquidez del mercado se había reducido fuertemente por motivos estacionales, ello implicó la necesidad de realizar un gran número de operaciones para minimizar el impacto en el mercado. Ello se puede ilustrar por el hecho de que el monto promedio de cada operación fue cercano al equivalente a US\$50 millones, mientras que la cantidad de divisas (euros, libras y yenes) compradas superó el equivalente a US\$5.000 millones. Tales compras llevaron la participación de las monedas diferentes al dólar estadounidense

²⁶ La recompra es el equivalente de los pagos de amortizaciones, en tanto que los cargos son los pagos equivalentes a intereses por el uso de fondos del organismo.

(incluyendo oro) dentro del total de reservas de 17% a 29% antes del pago, participación que luego de realizada la cancelación cayó por debajo del 10%.

Gráfico N° 1: Base Monetaria, Reservas Internacionales y Reservas de Libre Disponibilidad



El concepto de Reservas de libre disponibilidad, introducido por medio del Decreto 1559/2005, tiene vigencia sólo a partir del 15 de diciembre de 2005. Por ello se procedió a estimar la evolución histórica previa a modo de ejercicio.

Fuente: BCRA

La transmisión de las órdenes de pago se realizó el 30 de diciembre poco después de mediodía e involucró un importante número de mensajes *SWIFT*²⁷ (los mensajes *SWIFT* son notas certificadas de alta seguridad que fueron enviadas electrónicamente) instruyendo los pagos con valor el día 3 de enero de 2006 (con la excepción de los yenes, cuyo valor era del 4 de enero por haber sido el 3 de enero feriado en Japón). La gran cantidad de mensajes emitidos se originó en los que se debían remitir al FMI y a cada uno de los países que intervinieron en la operación, es decir, los países que previamente el FMI estipuló que recibirían los fondos enviados por la Argentina. Se trata de países miembros del FMI cuyos aportes son utilizados para asistir financieramente a otras naciones.

En la operación de cancelación de esta deuda aún resta una etapa a concluir con el FMI. En los primeros días de febrero hay que abonar aproximadamente DEG55 millones de los cargos devengados entre noviembre y el 3 de enero por la deuda existente hasta esa fecha, que como su vencimiento estaba previsto a fines de enero, el Fondo no los incluyó en el pago final.

Argentina canceló su deuda con el FMI, pero sigue siendo miembro del organismo, al que contribuye actualmente con una cuota de DEG2.117,1 millones. El 75% de ese monto se pagó en pesos, mayoritariamente a través de valores (no negociables y sin intereses) emitidos por el Banco Central, con el compromiso de tener disponibles esos fondos en caso que fueran necesarios para atender necesidades financieras de alguno de los miembros del organismo. El 25% restante de la cuota se abonó en oro y divisas. Esta porción de la cuota del país en el FMI, que constituye la parte de activo de reserva de la mencionada cuota, conforma el tramo de Reservas que se puede utilizar y que efectivamente el país ya dispuso, pero que reglamentariamente no constituye uso de crédito del FMI por lo que no existen cargos ni la obligación de efectuar recompras.

En adelante, el Banco Central continuará recomponiendo su *stock* de activos internacionales, en el marco de la actual política anticíclica de acumulación de Reservas. Al mismo tiempo, como en la operación no se utilizaron dólares y la cartera de Reservas del BCRA quedó con una mayor exposición frente a posibles vaivenes en esta moneda, comenzó a recomprar euros, que fue la moneda en la cual se canceló 44% de la deuda con el FMI.

²⁷ Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (Sociedad para la Telecomunicación Financiera Interbancaria Mundial).



VIII. INFLACIÓN

VIII.1 Síntesis

En el último trimestre del año los precios minoristas registraron un alza mensualizada de 1%, algo mayor al trimestre previo, acumulando en 2005 una inflación entre puntas de 12,3%.

El mayor incremento obedeció fundamentalmente a la dinámica del IPC Resto (representativo de la inflación subyacente), que avanzó en promedio 1,2% mensual. No obstante, los precios de los componentes volátiles y/o estacionales, tras haber subido 2,3% en términos mensualizados en el tercer trimestre, aumentaron 1,3% en el cuarto. Por último, los precios regulados mostraron una leve alza, sin generar presiones sobre el índice general.

Aunque en el período operaron algunos aumentos puntuales en sectores de servicios (colegios, medicina prepaga, televisión por cable), en línea con la recomposición de precios relativos que se observa en la economía, el principal impulso en el IPC Resto estuvo explicado por el alza de los precios de la carne, que finalmente en diciembre desaceleró su crecimiento en parte influido por los acuerdos alcanzados entre el Gobierno Nacional y los frigoríficos.

El incremento en los precios volátiles y/o estacionales en el cuarto trimestre se dio a pesar de que se moderaron los factores de oferta que previamente habían presionado al alza la trayectoria de los precios de frutas y verduras, dado que ello fue parcialmente compensado por las subas registradas en turismo e indumentaria. Así, el año cerró con un descenso en diciembre de 0,6 p.p., contribuyendo a disminuir las expectativas de inflación hacia adelante.

Para 2006 las previsiones de inflación subyacente incluyen una desaceleración en la medición entre puntas con respecto a lo verificado en 2005, ubicándose así dentro de una banda de entre 8% y 11%, de acuerdo a los lineamientos del Programa Monetario 2006. Esta previsión no incluye eventuales ajustes de tarifas minoristas en sectores regulados ni modificaciones importantes en algunos precios sujetos indirectamente a algún tipo de regulación, como es el caso de los combustibles. El objetivo del BCRA continúa centrado en acotar las expectativas de inflación a niveles consistentes con la estabilidad de precios de mediano plazo, reduciendo así los riesgos de indexación de la economía.

Gráfico VIII.1
Evolución del IPC e IPC Resto
(var. i.a.)

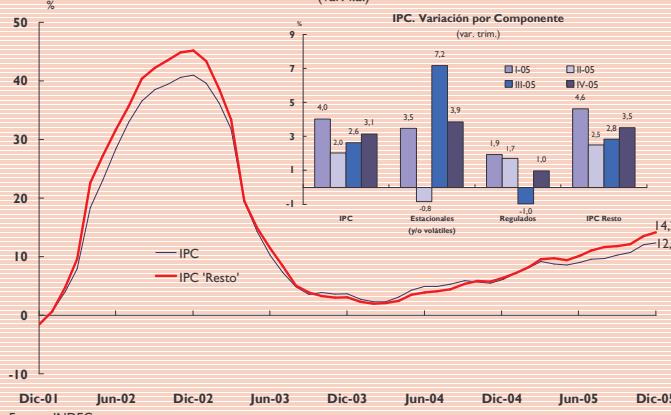
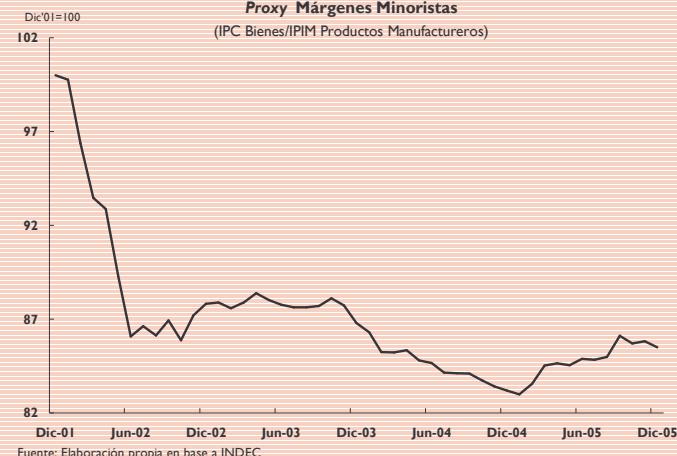


Gráfico VIII.2
Proxy Márgenes Minoristas
(IPC Bienes/IPM Productos Manufactureros)



**Cuadro VIII.1**Variaciones de los principales rubros del IPC y su incidencia
(en %)

	I Trimestre 05		II Trimestre 05		III Trimestre 05		IV Trimestre 05	
	Variación	Incidencia	Variación	Incidencia	Variación	Incidencia	Variación	Incidencia
IPC	4,0	4,0	2,0	2,0	2,6	2,6	3,1	3,1
Estacionales	3,5	0,4	-0,8	-0,1	7,2	0,7	3,9	0,4
Frutas	-4,5	-0,1	-1,2	-0,0	11,2	0,2	5,0	0,1
Verduras	11,3	0,2	-2,7	-0,0	28,4	0,5	-17,4	-0,3
Ropa Exterior	1,7	0,1	5,9	0,2	-0,9	-0,0	7,6	0,2
Transporte por Turismo	-2,2	-0,0	-1,5	-0,0	1,2	0,0	12,2	0,1
Alojamiento y excursiones	7,8	0,2	-7,4	-0,2	0,9	0,0	17,2	0,4
Regulados	1,9	0,3	1,7	0,3	-1,0	-0,2	1,0	0,2
IPC Resto	4,6	3,3	2,5	1,8	2,8	2,1	3,5	2,6
IPC Resto Servicios	5,6	1,5	4,0	1,0	3,2	0,8	4,4	1,1
Medicina Prepara	8,5	0,3	1,4	0,1	1,5	0,1	6,0	0,3
Colegios	7,8	0,2	7,4	0,1	1,8	0,0	3,4	0,1
IPC Resto Bienes	4,1	1,9	1,6	0,7	2,7	1,2	3,0	1,4
IPC Resto Bienes s/Carnes	3,0	1,1	1,6	0,7	2,3	0,9	2,3	0,7
Carnes	8,5	0,8	0,4	0,0	3,6	0,3	7,5	0,7
Productos lácteos	7,5	0,3	0,9	0,0	5,5	0,2	2,3	0,1

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

VIII.2 Precios Minoristas

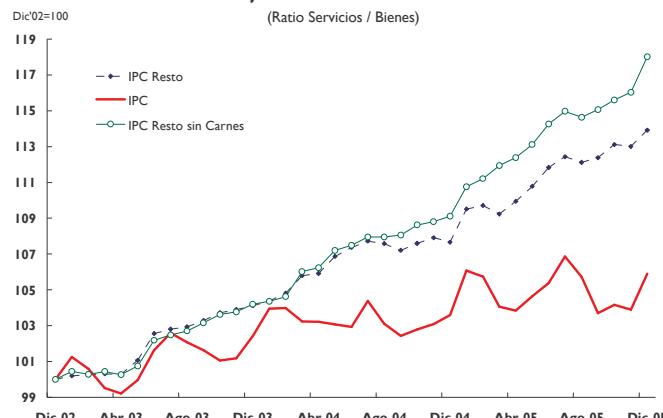
Los precios minoristas acumularon un aumento de 3,1% en el cuarto trimestre de 2005, por encima de lo esperado, equivalente a un promedio mensual de 1%. Así, la inflación trimestral mostró una leve aceleración si se la compara con el incremento de 0,9% mensual promedio del tercer trimestre y el 0,7% del segundo, determinando que la inflación anual entre puntas sea de 12,3%. Adicionalmente, en el cuarto trimestre comenzó a difundirse un nuevo Índice de Precios al Consumidor (IPC) Nacional, que releva el comportamiento de los precios con una cobertura geográfica más amplia, el cual mostró variaciones similares a las del IPC GBA (ver Apartado 5).

La mayor suba de los precios respondió al comportamiento del IPC Resto (estimador de la inflación subyacente), que aceleró su ritmo de crecimiento avanzando en promedio 1,2% mensual contra 0,9% del trimestre previo, y continuando con una elevada difusión de los aumentos. Por el contrario, tal como anticipáramos en el **Informe de Inflación** anterior, los componentes volátiles y/o estacionales redujeron en forma importante su tasa de crecimiento, subiendo 1,3% mensual promedio tras haber aumentado 2,3% en términos mensualizados en el tercer trimestre. Los precios regulados, por su parte, mostraron una suba menor, y no añadieron presiones sobre el índice general (ver Gráfico VIII.1).

En cuanto al IPC Resto, en el período operaron algunos aumentos puntuales en sectores de servicios (colegios privados, medicina prepaga, televisión por cable, taxis), que reflejarían la continuidad de la recomposición de precios relativos en la economía, que aún no se ha completado. Sin embargo, el precio de la carne resultó la principal fuente de incrementos. El aumento en este último rubro, que en los fundamentos obedece a la situación actual del ciclo ganadero (en un contexto donde la creciente demanda externa más que compensa la desaceleración de la demanda interna), era esperado y estuvo principalmente influido por la puesta en marcha a partir de noviembre del incremento del peso mínimo de faena, que si bien apunta a expandir la oferta ganadera en el mediano plazo, en el corto generó una reducción con su consecuente impacto sobre los precios (ver Cuadro VIII.1).

La dinámica de los precios de la carne derivó en la aplicación de varias medidas por parte del Gobierno, cuyo impacto se apreció de manera inmediata ya que las subas de los precios que se imputaron al mes de diciembre fueron causadas por el arrastre estadístico que dejaron las subas de finales de noviembre. La efectividad de mediano plazo de esta medida responderá a la consecución del objetivo de expansión de la oferta ganadera que se intenta lograr por medio de las restricciones a la faena de ganado liviano (ver Gráfico VIII.3). No obstante, el ritmo de crecimiento de los precios registrado en el IPC Resto sin carnes continuó siendo elevado.

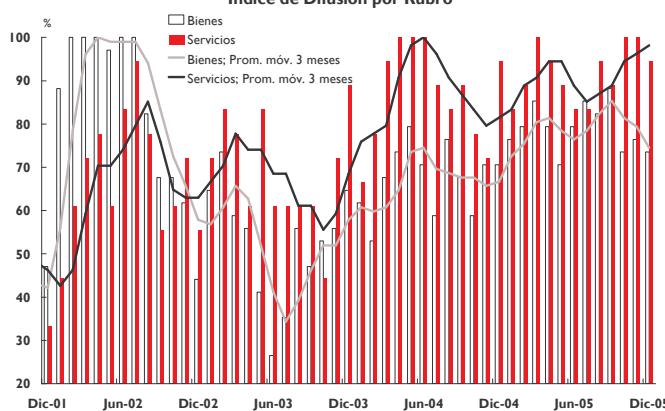
El nivel de difusión de los aumentos de precios en el cuarto trimestre resultó levemente menor al del período anterior, aunque aún se mantiene en niveles muy elevados, principalmente en el sector servicios. En este sentido, a lo largo de 2005 se produjeron en promedio aumentos en 11 meses en cada uno de los componentes del sector servicios, mientras que en el caso de los bienes los aumentos por componente se dieron en promedio en 9 meses (ver Gráfico VIII.4). Así, por tercer año consecutivo la suba

Gráfico VIII.3Ajuste de Precios Relativos
(Ratio Servicios / Bienes)

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico VIII.4

Índice de Difusión por Rubro*



* Rubros del IPC Resto que aumentaron sobre un total de 52 rubros

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC



en los servicios resultó mayor que la verificada en los bienes, aunque tomando como referencia el inicio de 2002 continúan rezagados.

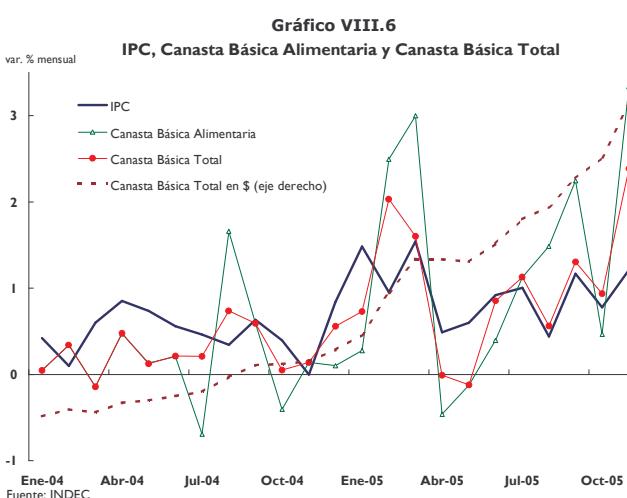
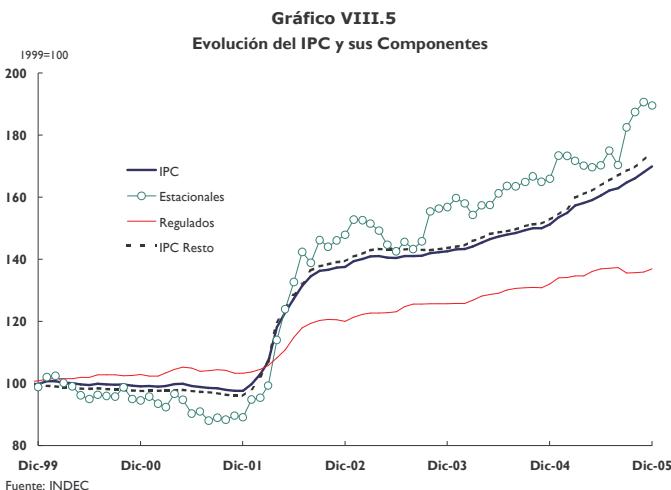
En el último trimestre de 2005, el aumento de los precios volátiles y/o estacionales se desaceleró respecto al trimestre anterior, por la moderación del impacto de los factores de oferta que previamente habían ajustado al alza la trayectoria de los precios de frutas y verduras. En contrapartida, este efecto resultó parcialmente compensado por las subas registradas en Turismo e Indumentaria, vinculadas a las fiestas de fin de año y el lanzamiento de la temporada de verano (ver Gráfico VIII.5).

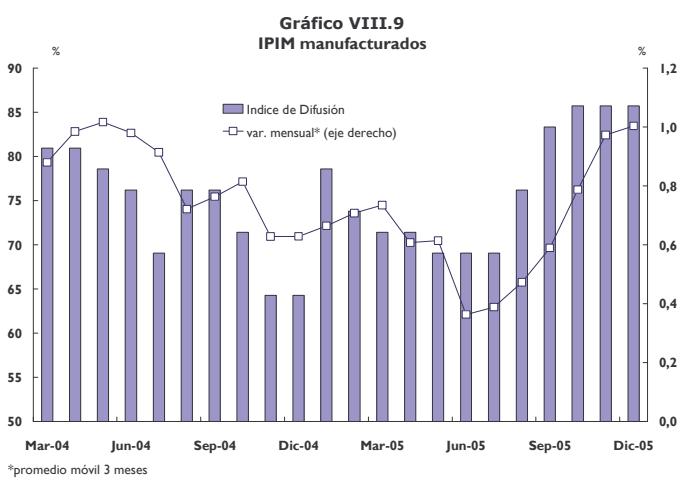
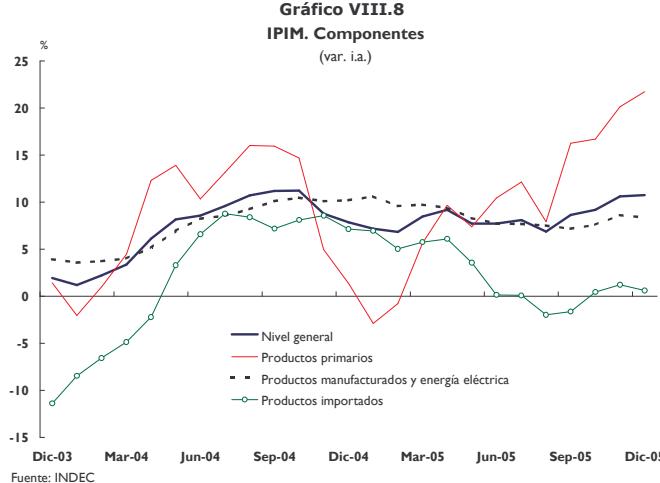
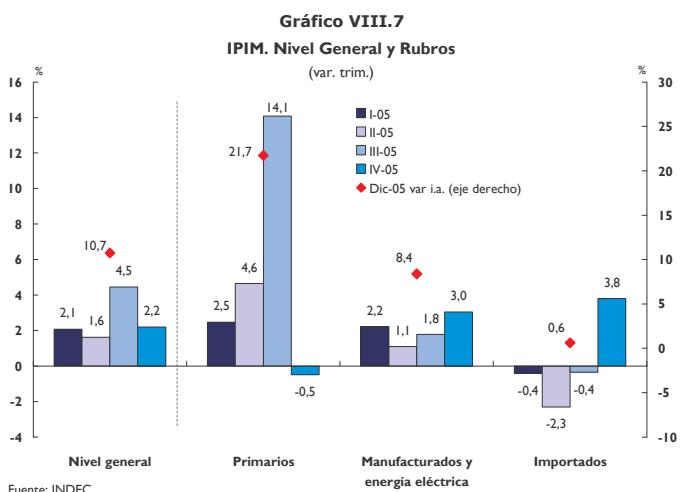
En este marco, la Canasta Básica Alimentaria (CBA) se vio afectada por las subas en los precios de la carne y la elevada difusión presentada por los demás alimentos que componen el IPC, acumulando en la segunda mitad del año un alza de 8,8%, con una fuerte aceleración en octubre y noviembre. Frente a estos aumentos el Gobierno tomó una serie de medidas que apuntaron a reducir el tipo de cambio de exportación de ciertos productos a través de la eliminación de Reintegros del IVA y de la suba de Derechos de Exportación. Adicionalmente, se fomentaron acuerdos para reducir precios en las grandes bocas de expendio (cadenas de supermercados), apuntando a actuar sobre las expectativas, abaratar productos de primera necesidad y alentar que las rebajas sean seguidas por otros comercios más chicos. El acuerdo sellado a fines de 2005 alcanza a 223 productos que componen la Canasta Básica Total (CBT) con una reducción de precios de 15% que regiría hasta el 31 de enero de 2006. Sin embargo, se iniciarían rondas de consulta con los distintos actores involucrados para extender el plazo de los acuerdos y aumentar la cantidad de productos.

En este contexto, en diciembre la CBA detuvo su tendencia ascendente, mostrando una contracción de 0,1%. Esta reducción se dio a pesar de los incrementos en los precios de la carne que se produjeron en el mes, fundamentalmente por las caídas en otros rubros y la implementación de la baja comentada en algunos productos básicos.

Así, el Gobierno espera que los acuerdos alcanzados sobre fin de año ayuden a moderar el ritmo de aumento de los precios de los alimentos en el primer trimestre de 2006, y en particular en enero. No obstante, el primer mes del año se caracteriza por una alta estacionalidad positiva, explicada principalmente por la temporada de turismo, a lo que se sumarían algunas subas puntuales ya anunciadas (como las previstas nuevamente en medicina prepaga), dando lugar a que en el primer trimestre el aumento esperado del IPC resulte similar al del período previo.

Más allá de esta situación de comienzos de año, la conjunción de una política monetaria acorde con la actual fase del ciclo económico, unida al énfasis en la disciplina fiscal y una política salarial que contribuya a anclar las expectativas inflacionarias, hacen prever que la inflación subyacente se vaya desacelerando a lo largo de 2006, convergiendo a tasas menores a las observadas en 2005. En particular, la variación de precios anual se ubicaría dentro de una banda de entre 8% y 11%, de acuerdo a los lineamientos del Programa Monetario 2006. Cabe aclarar que esta trayectoria no contempla ajustes en las tarifas de los servicios regulados para el tramo minoristas, ni tampoco ajustes de precios en aquellos sectores





considerados semiregulados, como el de los combustibles. En este sentido, el BCRA continuará centrando el uso de sus herramientas de política en acotar las expectativas de inflación a niveles consistentes con la estabilidad de precios de mediano plazo, buscando reducir así los riesgos de indexación de la economía.

VIII.3 Precios Mayoristas

En el cuarto trimestre de 2005 el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) moderó su ritmo de suba, tras un tercer trimestre de pronunciado aumento (ver Gráfico VIII.7). En particular, entre septiembre y diciembre del año pasado el IPIM acumuló un incremento de 2,2%, que resultó la mitad del observado entre junio y septiembre (4,5%). Sin embargo, el desempeño del cuarto trimestre no fue suficiente para evitar que la inflación mayorista del año sea la mayor desde 2002. La variación interanual de diciembre trepó a 10,7%, ubicándose por encima de la verificada en 2003 (2,0%) y 2004 (7,9%).

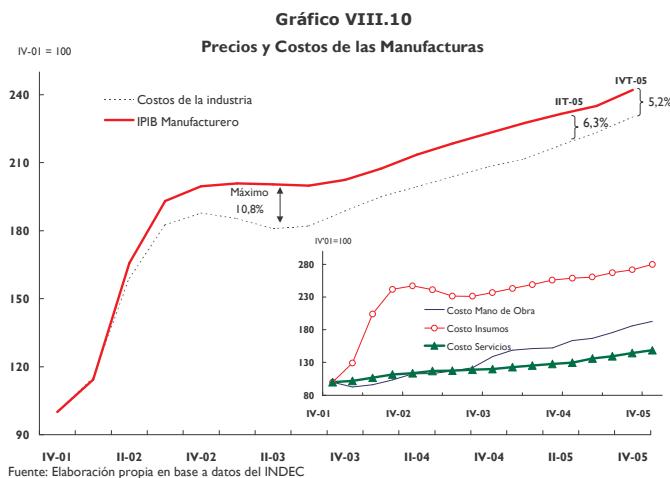
La desaceleración del IPIM durante el cuarto trimestre estuvo explicada básicamente por la ligera caída observada en los precios de los Productos primarios, que justamente habían sido la principal fuente de inflación mayorista durante los primeros nueve meses del año. Por el contrario, los precios de los Bienes manufacturados y de los Productos importados mantuvieron la tendencia ascendente previa, registrando incluso una aceleración en el margen (ver Gráfico VIII.8).

El cambio en el comportamiento de los Productos primarios (que acumularon una merma de 0,5% en el cuarto trimestre, tras crecer 14,1% en el tercero) respondió principalmente a la marcada caída en los precios de los Productos pesqueros que acompañó la finalización del paro que afectó la actividad sectorial entre agosto y septiembre, y la leve baja acumulada en Petróleo crudo y gas natural (-0,5%), que a lo largo de los últimos tres meses del año presentó una alta volatilidad (tal como fuera adelantado en el **Informe de Inflación** anterior). A ello se sumó la estabilidad en los precios de los Productos agropecuarios (0,2%).

Durante el cuarto trimestre, los precios de los Productos manufacturados acumularon un incremento de 3,1%, compatible con una suba mensual promedio de 1%, que casi duplica la registrada en los últimos dos años. Esta aceleración se produce de la mano de una mayor difusión de los aumentos, ya que mientras que a principios de 2005 sólo 65% de los sectores que componen el IPIM manufacturero mostraban alzas mensuales, en el último trimestre este indicador superó 85% (ver Gráfico VIII.9). La dinámica alcista de los precios de los Productos manufacturados era esperada y podría responder también a algunos efectos de segunda ronda generados por el alza de los salarios y otros costos (básicamente energéticos), en un contexto donde el impulso de la demanda interna y externa se mantiene firme.

Por su parte, el encarecimiento de los Bienes importados en el cuarto trimestre (3,8%), luego de haberse mantenido prácticamente estables desde 2003, está en parte explicado por el leve movimiento ascendente del precio del dólar iniciado a mediados de octubre.

Para 2006 se espera que la mayor estabilidad proyectada para las cotizaciones de los *commodities* pueda tender (en parte) a



compensar las presiones por recomponer márgenes del sector manufacturero producto de los mayores costos internos (salariales y energéticos). Debe tenerse en cuenta que durante la segunda mitad de 2005 la evolución de los precios en términos agregados no permitió compensar el aumento en los costos, por lo que volvió a registrarse una caída en la rentabilidad del sector manufacturero (ver Gráfico VIII.10). Así, se proyecta que en el corriente año los precios mayoristas presenten un incremento inferior al de 2005, que su vez sería nuevamente menor al que evidenciarían los precios minoristas. Este escenario estará, no obstante, sujeto a lo que suceda con el precio del petróleo (producto que presenta una alta volatilidad en su cotización) y con el tipo de cambio, dado su impacto en los precios de los productos transables (ver Sección II).

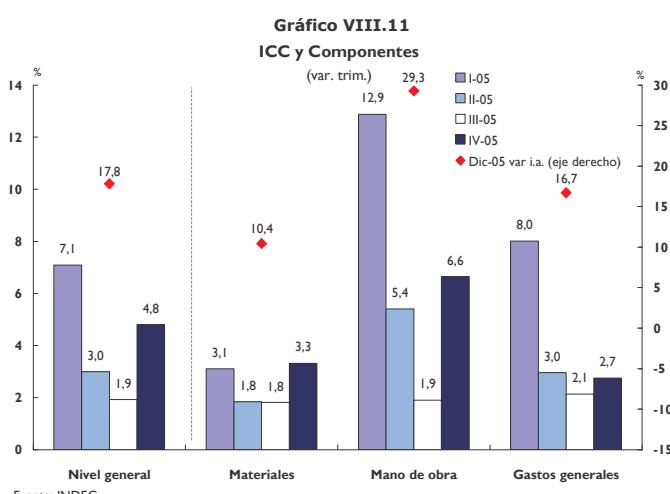
VIII.4 Costos de la Construcción

El crecimiento de los costos de la construcción mostró una aceleración en el cuarto trimestre, en relación al trimestre previo, volviendo a avanzar a un ritmo similar al observado en la primera mitad del año. Luego de incrementarse solo 1,9% en el tercer trimestre, entre septiembre y diciembre el Índice del Costo de la Construcción (ICC) aumentó 4,8%, acumulando en 2005 una suba de 17,8%, la mayor de los últimos tres años (ver Gráfico VIII.11). Este incremento de costos se da en forma simultánea con un vigoroso crecimiento del sector (ver Sección III).

A nivel desagregado, en el cuarto trimestre el comportamiento de los tres rubros que componen el indicador fue heterogéneo, observándose un incremento trimestral de 6,6% en el capítulo de Mano de obra, mientras que los Materiales y los Gastos generales aumentaron sensiblemente menos (3,3% y 2,7%, respectivamente). Esta evolución difiere de lo observado en el tercer trimestre, cuando se registró un avance más homogéneo entre los tres componentes, pero resultó similar a la registrada en la primera parte del año, momento en el que las subas en el costo de la Mano de obra ya se habían ubicado muy por encima del promedio general.

El encarecimiento de los costos laborales a lo largo de 2005 (29,3%) se explicó tanto por la recomposición salarial que acompañó la negociación colectiva sectorial que tuvo lugar a comienzos de año, como por la decisión de hacer remunerativos a partir de octubre el incremento de \$100 mensuales otorgados previamente a los asalariados formales, generando presiones sobre los subcontratos de mano de obra en el segundo semestre. Dado su peso en el índice general, la dinámica de este componente fue lo que determinó que el año pasado el ICC acumule una suba más pronunciada que la del año anterior, teniendo en cuenta que al calcular un ICC excluyendo los costos laborales se aprecia que el alza en 2005 (11,1%) hubiese sido inferior a la de 2004 (14,1%).

Los aumentos acumulados en Materiales (10,4%) y en Gastos generales (16,7%) se dieron en un contexto donde la actividad sectorial continúa creciendo rápidamente. Cabe recordar que desde el segundo trimestre de 2005 la actividad de la construcción se expande a una tasa superior a 6% desestacionalizado (s.e.) trimestral, ritmo similar al registrado en los primeros trimestres de la recuperación. A pesar de los mayores costos, los márgenes de rendimiento de la construcción de viviendas nuevas siguen siendo elevados. A ello se agrega el impulso de la obra pública y el repunte de las edificaciones comerciales e industriales (ver Sección III).





Aunque probablemente algo menores a los de 2005, para el corriente año se esperan nuevos aumentos en los costos, teniendo en cuenta las buenas perspectivas que muestran la mayor parte de las encuestas cualitativas sobre la actividad sectorial.

VIII.5 Salarios

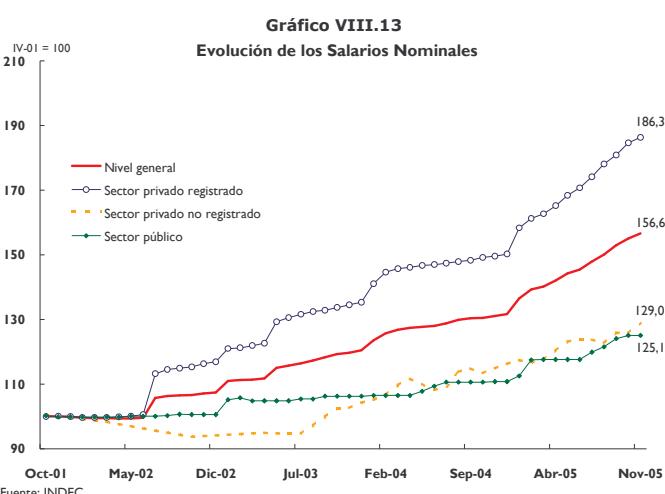
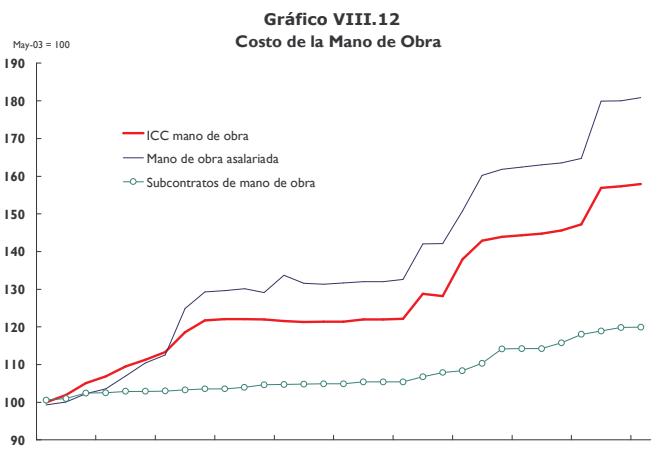
En el cuarto trimestre de 2005 continuó la recuperación de los salarios en términos nominales, alcanzado una suba promedio de 1,2% mensual, superando una vez más la inflación del período.

Las negociaciones colectivas a nivel público y privado continuaron siendo el marco fundamental de la discusión salarial, por lo cual el sector formal se mantuvo, igual que en prácticamente todo el año, como el principal impulsor de los salarios. No obstante, en el cuarto trimestre el incremento en los haberes resultó similar para el sector privado registrado y no registrado, permitiendo que la diferencia entre los salarios formales e informales no se amplíe durante este período. De todas maneras, la diferencia entre el salario promedio de ambos sectores que surge de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) se mantiene en niveles muy elevados.

Por su parte, los ingresos percibidos por los agentes del sector público tuvieron una leve suba (0,8%) a lo largo del trimestre, por el efecto residual de los acuerdos alcanzados en el trimestre anterior, concentrados en subas que habían quedado pendientes en algunos sectores de las fuerzas de seguridad.

En suma, durante 2005 los ingresos del sector asalariado mostraron una importante suba en términos nominales, que permitió recomponer nuevamente el poder de compra, aunque con una disparidad marcada entre los diferentes sectores. Mientras los asalariados privados formales recibieron en promedio incrementos de 24% en términos nominales, los del sector privado informal apenas pudieron mantener el poder de compra del salario del año anterior. El comportamiento también resultó dispar a lo largo del año, mostrando una primera mitad con mayor ritmo de ajuste salarial que la segunda.

En 2006 continuarán las negociaciones colectivas de acuerdo a los términos de los convenios alcanzados en algunos sectores, lo que seguramente determinaría una nueva ronda de aumentos salariales que podrían resultar menos importantes en términos nominales a los registrados en 2005. De lo anterior surge que la política de ingresos también será relevante para contribuir a la reducción de las expectativas de inflación.

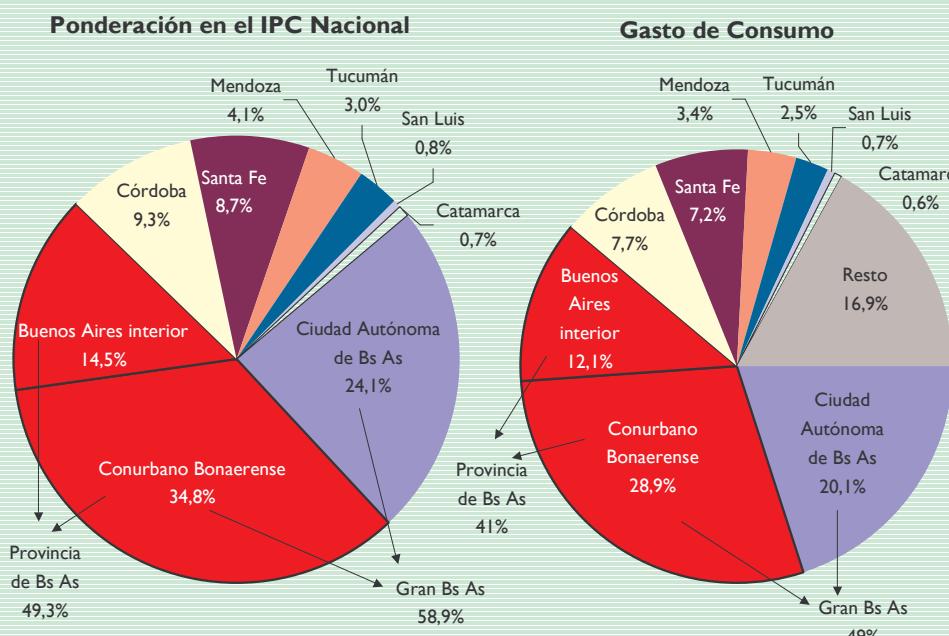


Apartado 5. El Índice de Precios al Consumidor Nacional

El Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) elaborado por el INDEC ha sido históricamente la variable de referencia por excelencia, dado que hasta el momento era la mejor fuente de información disponible para medir la evolución del valor del conjunto de bienes y servicios consumidos por una amplia franja de la población. No obstante, tal como se sostuviera en **Informes de Inflación** anteriores, para que un indicador de precios cumpla plenamente con su propósito, resultaba necesario contar con una herramienta que represente la trayectoria de los precios de todo el país y no sólo de una región en particular. En noviembre pasado el INDEC inició la publicación de un nuevo índice de precios al consumidor, cuya particularidad estriba en que se construye con un relevamiento territorial más amplio que el del Gran Buenos Aires, para intentar reflejar de manera más apropiada el comportamiento de la inflación en todo el territorio nacional.

De acuerdo a lo que se ha definido como primera etapa, se construyó un Índice de Precios al Consumidor Nacional (IPC Nacional) que contiene información de precios de las provincias de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe, Mendoza, Tucumán, San Luis, Catamarca y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Este grupo de distritos representan 83,1% del total del gasto de consumo de los hogares de todo el país, según se desprende de la última Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares (ENGH) realizada por el INDEC entre los años 1996 y 1997. Las ponderaciones de cada distrito dentro del IPC Nacional se confeccionaron tomando como referencia sus participaciones en el gasto total, ubicándose en primer lugar la Provincia de Buenos Aires y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, seguidos por Córdoba, Santa Fe y Mendoza, todos ellos territorios que concentran la mayor proporción de la población y producción del país. Se espera que en etapas subsiguientes se vayan incorporando paulatinamente el resto de las provincias²⁸ (ver Gráfico N° 1).

Gráfico N° 1: Participación de los Distritos Relevantes en el Gasto de Consumo de los Hogares y en el IPC Nacional



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

La construcción del Índice a partir de los rubros que componen el gasto contribuye a detectar las características diferenciales que tiene el consumo en los distritos relevados²⁹. El gasto en los ítems más relacionados con servicios (Vivienda y servicios básicos, Atención médica y gastos para la salud y Esparcimiento) continúa teniendo una mayor incidencia en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires que en las provincias. En efecto, la ponderación de la canasta entre Bienes y Servicios se reparte 66% y 34% respectivamente para el IPC Nacional, en tanto que estas participaciones alcanzan actualmente a 53% y 47% en el caso del IPC GBA, lo que determina que la brecha entre estos componentes en cada modalidad de índice resulta diferente. La distancia entre el subíndice de Bienes y el de Servicios resulta menor en el nivel Nacional (2,1 puntos

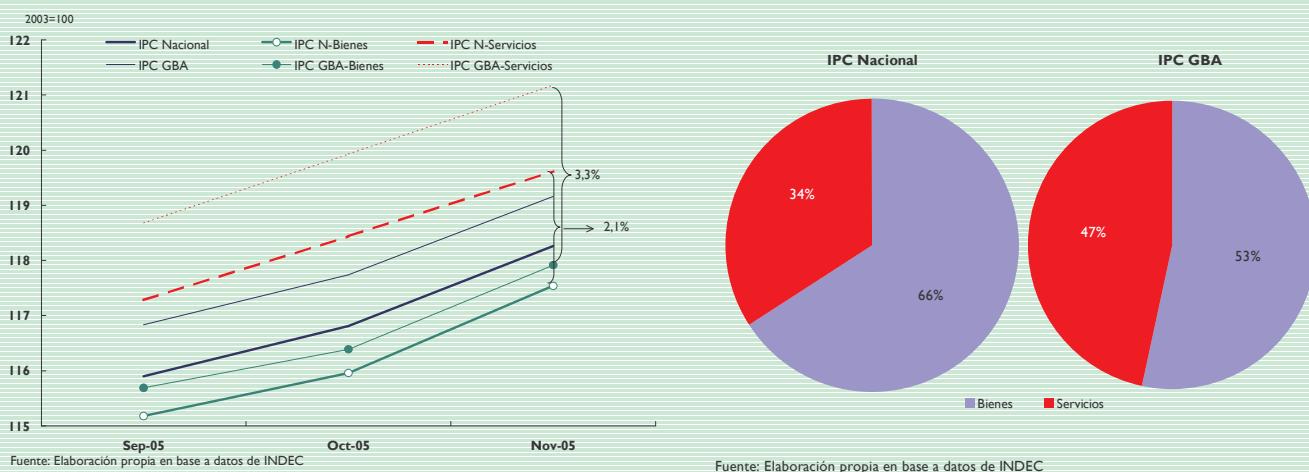
²⁸ A efectos del cálculo, el 16,9% del gasto correspondiente a las provincias no incluidas en la primera etapa, se distribuyó proporcionalmente entre las provincias que actualmente sí integran el IPC Nacional, de manera tal de conformar el 100% del índice.

²⁹ Cabe aclarar que sobre la estructura del gasto de consumo de la ENGH se realizó una actualización de los ponderadores mediante la aplicación de la variación de precios de los respectivos rubros en el IPC GBA, lo cual puede no reflejar de manera apropiada la evolución de la inflación en todo el país, particularmente en el año 2002. En efecto, un análisis de los indicadores de precios que se confeccionan en algunas provincias muestran que las tasas de variación interanual de los precios en los momentos más críticos fueron superiores que las informadas por el IPC GBA, aunque cabe aclarar que la estructura de ponderadores en algunos casos datan de varias décadas atrás.

porcentuales –p.p.– de diferencia) que en el IPC GBA (3,3 p.p.), tal cual lo refleja la información presentada por el INDEC para los meses de septiembre a noviembre de 2005³⁰ (ver Gráfico N° 2).

Una consecuencia de lo anterior es que los reacomodamientos de precios relativos entre Bienes y Servicios que se vinieron registrando desde la salida de la crisis habrían resultado más suaves en el Interior del país (y por ende en el IPC Nacional), en tanto que las mediciones de los efectos de las renegociaciones de las tarifas de servicios públicos que aún están pendientes deberían reflejar un mayor impacto en el IPC GBA que en el Interior, moderando el movimiento del índice nacional.

Gráfico N° 2: IPC Bienes y Servicios



De todas formas, en una primera etapa las variaciones de precios que se vienen informando por medio del IPC Nacional no resultan a nivel agregado significativamente diferentes de las que se desprenden del IPC GBA. Esto se explica fundamentalmente por el peso que adquiere el Gran Buenos Aires cuando se lo mide en el total del gasto nacional (48,95%), lo que genera un efecto de arrastre sobre el resto de los distritos, que en el IPC Nacional pondera con el 58,9% del total.

Adicionalmente, aún cuando en todos los distritos la tasa de inflación mensual se mantuvo dentro de un estrecho rango (la diferencia entre las variaciones mensuales del IPC de cada provincia no superó 0,2 p.p.), la variación de los precios a nivel de rubros resultó diversa para cada provincia, al menos en los últimos meses. En este sentido, la construcción de un índice que explique la evolución de los precios a nivel nacional resulta una excelente iniciativa para comprender de mejor manera los cambios que se verifican en los distintos precios de la economía.

No obstante, la dinámica de la actividad económica en los últimos tres años habría determinado modificaciones en el sistema productivo, lo que a su vez habría impactado sobre la composición del gasto de los hogares. Estos cambios posiblemente hayan resultado muy diferentes entre provincias, con lo cual la construcción de una medida representativa de la inflación nacional con base en la estructura de gastos de la década pasada podría ser inadecuada. La información que se genere a partir del Censo Nacional Económico de 2004/2005 acercará una nueva imagen de la distribución regional del PIB, en tanto que la realización de una nueva ENGH resultaría de gran utilidad para la confección de una medida que refleje de manera más apropiada el comportamiento del consumo de los hogares y así poder reestimar la estructura de gasto relevante a los fines de seguir la evolución de la inflación en todo el territorio nacional.

Finalmente, la incorporación de información sobre los distritos que aún no se miden también contribuirá a reflejar de forma más apropiada la estructura de consumo del país, ya que la extrapolación que actualmente se realiza puede estar sesgando la estructura del índice general hacia la situación del Gran Buenos Aires.

En síntesis, teniendo en cuenta que la restricción de información que se tenía hasta ahora sobre la evolución de los precios en todo el país podía llevar a errores de diagnóstico al momento de definir la política monetaria, la confección de un índice nacional es una iniciativa que resulta bienvenida, y que el BCRA continuará observando atentamente.

³⁰ Si bien el relevamiento para el IPC Nacional comenzó en 2003, la publicación que comenzó en octubre del año pasado no cuenta con la serie histórica, con lo cual sólo se puede analizar la situación de los últimos meses.



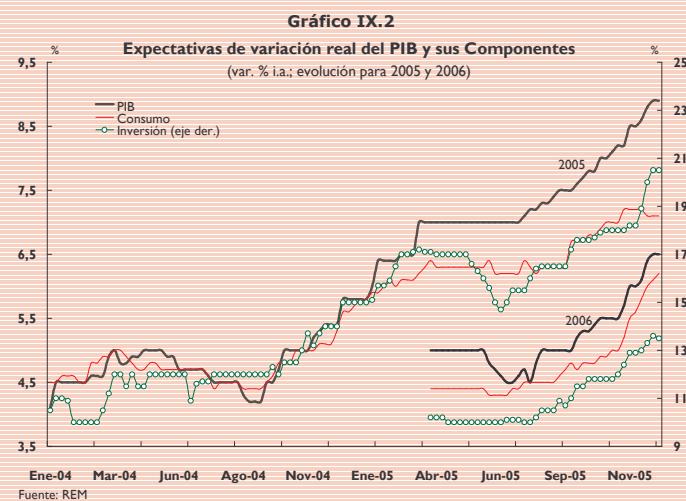
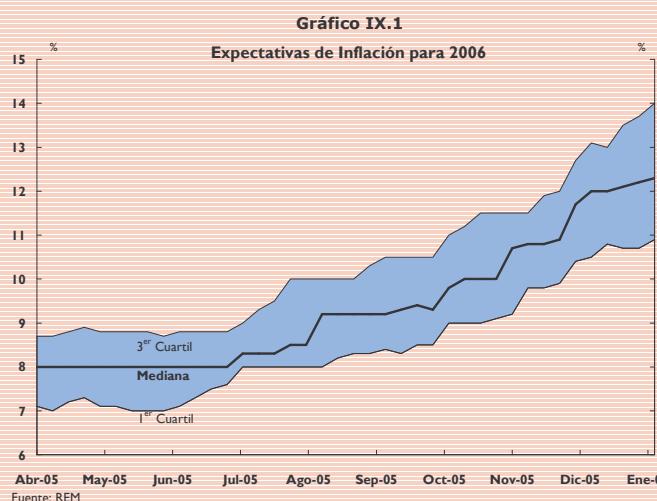
IX. RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO (REM)

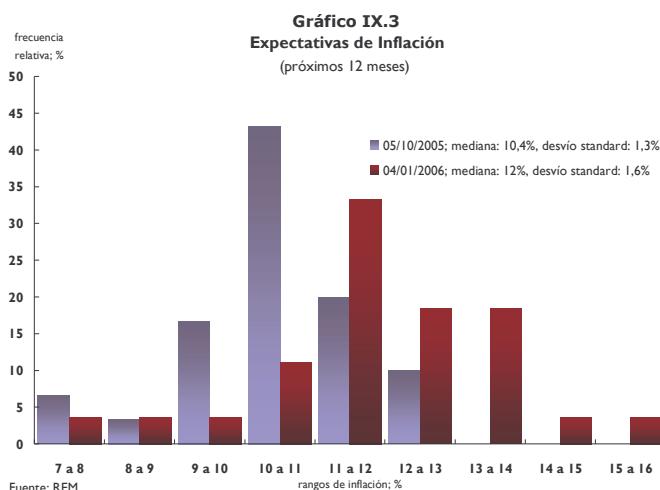
IX.1 Síntesis

Las expectativas de inflación para 2006 se ubican en 12,3%, mientras que el desvío standard de estas estimaciones se sitúa en 1,8%, reflejando divergencias acerca del comportamiento de los precios minoristas durante el año.

Asimismo, los pronósticos del REM sobre la expansión real de la economía continuaron aumentando a lo largo del trimestre e indican que el PIB crecería 8,9% en 2005 y 6,5% en 2006, impulsado nuevamente por un importante aumento proyectado en la Inversión. Así, según el REM la formación bruta de capital se incrementaría 20,5% en 2005 y 13,5% en 2006.

El BCRA ha evaluado la conveniencia de adecuar y profundizar la información del REM. Desde mediados de diciembre comenzó un período de revisión metodológica y consulta a los participantes para evaluar la viabilidad de cambios que permitan alcanzar este objetivo. Las principales modificaciones consistirán en la incorporación de un nuevo perfil de participantes (compuesto por empresas de primera línea que poseen equipos de análisis económico), el relevamiento del agregado monetario M2, de la tasa de pasos pasivos del BCRA a 7 días y de la Tasa de interés BADLAR promedio de bancos privados, dejándose de encuestar la Base Monetaria (BM).

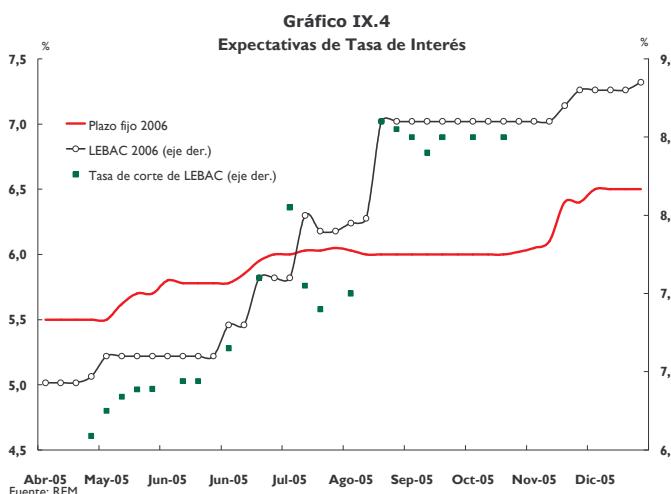




IX.2 Evolución y Principales Resultados

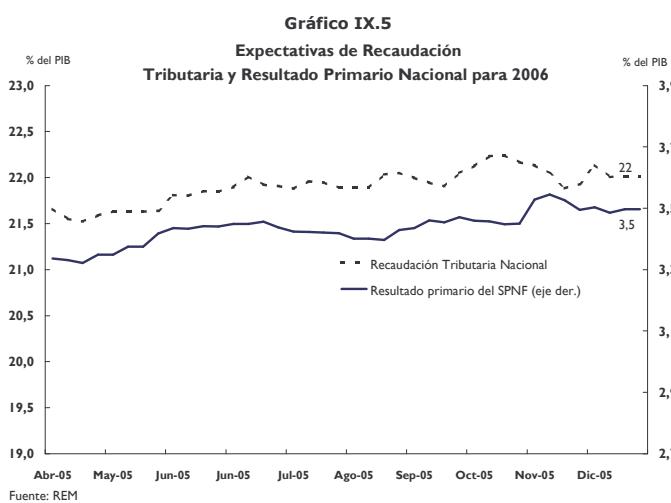
La mediana de las expectativas de inflación para 2006 alcanzó 12,3% a fin del trimestre y de este modo los participantes del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) no esperan *a priori* que la inflación se acelere este año, ya que alcanzaría el mismo nivel que el registrado en 2005. Por su parte, la mediana de la inflación estimada por el REM para los próximos doce meses se sitúa en 12%. Cabe destacar que se observa un incremento en el desvío *standard* de ambas proyecciones, reflejando la existencia de divergencias entre los participantes sobre la evolución de los precios (ver Gráficos IX.1 y IX.3).

En la evolución del Índice de Salarios estimada para 2006, la mediana de las proyecciones aumentó 4,6 puntos porcentuales (p.p.), indicando un incremento de 15% en el año. Se proyecta así que el salario nominal de la economía volvería a crecer en 2006 por encima de la inflación, generando una nueva mejora en términos reales. Lo anterior estaría acompañado por un menor desempleo, dado que la estimación sobre la Tasa de Desocupación se redujo 0,2 p.p. para 2006 y alcanzaría 9,6%.



Las previsiones sobre la evolución del nivel de actividad económica continuaron exhibiendo una tendencia ascendente, como el trimestre anterior. En este sentido, la mediana de crecimiento real del PIB aumentó 1,2 p.p. tanto para 2005 como para 2006 y, de esta manera, alcanzaría 8,9% y 6,5%, respectivamente. La mediana de las expectativas respecto del aumento de la Inversión subió en el último trimestre 2,9 p.p. para 2005 y llegaría así a 20,5%, siendo un factor clave en el alza del PIB durante el año. Asimismo, la mediana del crecimiento de Inversión para 2006 se incrementó 2 p.p. y llegaría a 13,5%. Por su parte, el Consumo³¹ exhibió una suba de 1,4 p.p. para 2006, alcanzando una expansión real de 6,2%. Las previsiones del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) acompañaron el desempeño de las estimaciones del PIB (ver Gráfico IX.2).

Las expectativas sobre el stock de Depósitos para fin de 2006 aumentaron \$3.250 millones y llegarían a \$113.250 millones (18,3% del PIB). Asimismo, el stock de Préstamos se incrementó \$3.900 millones y sumaría \$63.900 millones (10,3% del PIB) para el mismo período (ver Cuadro IX.1). Las estimaciones de la tasa de interés de las LEBAC en pesos a un año de plazo se incrementaron 25 puntos básicos (p.b.) y la tasa se sitúa en 9,25% para diciembre de 2006. La tasa de interés por plazo fijo en pesos a 30-44 días aumentó 50 p.b. y, de esta manera, el REM prevé que la tasa para diciembre de 2006 se ubique en 6,5% (ver Gráfico IX.4).



Las proyecciones sobre las finanzas públicas mostraron una evolución positiva durante el 2005 y el REM espera que ese comportamiento continúe en 2006. En este sentido, la mediana de las expectativas de Recaudación Tributaria Nacional aumentó, respecto al Informe de Inflación anterior, \$6.000 millones para el corriente año y, de esta forma, se prevé que alcance \$136.000 millones. Asimismo, la mediana del resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) asciende a \$21.605 millones para 2006. La presión tributaria estimada por el REM alcanzaría 22% del PIB en 2006, mientras que el superávit primario

³¹ El formato de la variable Consumo relevada por el REM se compone de la suma del Consumo Privado, el Consumo Público y la Discrepancia Estadística.



Cuadro IX.1
Expectativas de las Variables Monetarias y Financieras

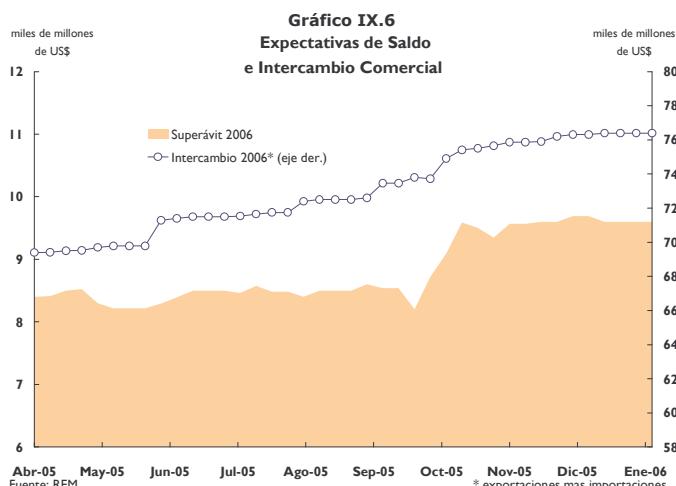
Variable	Fin de 2006			
	2TR-05	3TR-05	4TR-05	1TR-06
Depósitos Totales; millones de \$	103.227	106.400	110.000	113.250
Depósitos Totales/PIB, %	17,8	18,3	18,5	18,3
Préstamos Totales; millones de \$	55.800	56.925	60.000	63.900
Préstamos Totales/PIB, %	9,6	9,8	10,1	10,3
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días; %	5,5	5,8	6,0	6,5
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año; %	7,3	7,7	9,0	9,3
Tipo de Cambio Nominal: \$/US\$	3,00	3,00	2,98	3,07

Fuente: REM

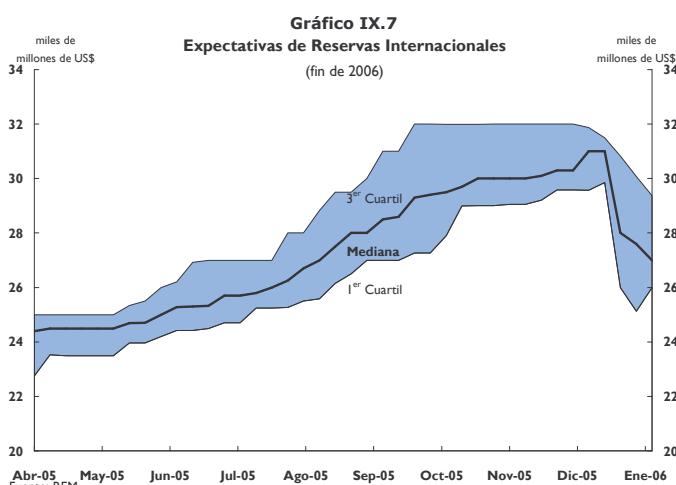
representaría 3,5% (ver Gráfico IX.5). En base a lo anterior, las estimaciones del mercado sobre el desempeño del resultado primario en 2006 son mayores, en términos nominales y del PIB, que las previstas en el Presupuesto Nacional 2006³².

Las proyecciones de Exportaciones continuaron creciendo a lo largo del trimestre, y el mercado pronostica que alcanzarían US\$43.000 millones en 2006. Por su parte, la mediana de las estimaciones de Importaciones para 2006 se ubica en US\$33.400 millones. De esta manera, la Balanza Comercial registraría un superávit (exportaciones menos importaciones) de US\$9.600 millones en 2006 (ver Gráfico IX.6), confirmando que el cierre de la brecha externa se continúa dando aunque a un ritmo menor al esperado anteriormente (ver Sección V).

Las expectativas para el *stock* de Reservas Internacionales cambiaron notablemente luego del anuncio de cancelar la totalidad de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI). De este modo, las previsiones para el primer trimestre de 2006 se redujeron US\$6.683 millones respecto del trimestre anterior y la mediana alcanzó US\$21.175 millones. Por su parte, las proyecciones para fin de 2006 disminuyeron US\$2.500 millones y según el REM las Reservas llegarían a US\$27.000 millones. Si bien en todos los períodos relevados por el REM se observa una caída en las estimaciones del *stock* de Reservas, el mercado espera que el nivel de activos internacionales se recupere favorablemente hacia fines del corriente año y se ubique levemente por debajo del nivel alcanzado en diciembre de 2005 (ver Gráfico IX.7).



Fuente: REM



Fuente: REM

El BCRA ha evaluado la conveniencia de adecuar y profundizar la información del REM. Desde mediados de diciembre, comenzó un período de revisión metodológica y consulta a los participantes para evaluar la viabilidad de los cambios que permitan alcanzar este objetivo. Tal como se realizó en el primer trimestre de 2005, este proceso pretende, además, dar respuesta a las demandas, comentarios y sugerencias que los participantes acercaron durante el segundo año de vigencia del Relevamiento. En este sentido, las principales modificaciones serían la incorporación al relevamiento del agregado monetario M2 (variable de referencia del Programa Monetario 2006), de la tasa de pasos pasivos del BCRA a 7 días y de la Tasa de interés BADLAR promedio de Bancos Privados, dejándose de relevar la Base Monetaria (BM). La publicación de los resultados, en el sitio público del BCRA (<http://www.bcra.gov.ar>), se hará una vez por mes el mismo día que el INDEC publica los resultados del IPC GBA. La próxima publicación será el viernes 3 de febrero de 2006. Asimismo, con el objetivo de generar los incentivos para que la información sea actualizada en tiempo y forma, y recibir así las mejores estimaciones de los participantes, el BCRA no modificará el esquema de rankings mensuales, que también pueden ser consultados en el sitio público del BCRA. Además, se incorporará un nuevo perfil de participantes, compuesto por empresas de primera línea que poseen equipos de análisis económico. Por su parte, entre octubre y diciembre el número de participantes se mantuvo inalterado y de esta manera el REM cuenta con 55 participantes habilitados para cargar estimaciones. Finalmente, el REM comenzará a encuestar las proyecciones del año 2007 a partir del segundo trimestre de 2006.

³² En realidad, la comparación no es estrictamente correcta dado que la estimación incluida en el Presupuesto Nacional 2006 es en base devengado, mientras que el dato relevado por el REM es en base caja.

RESULTADOS DEL REM. SEMANA DEL 4 DE ENERO DE 2006

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2006-DIC						2006-ANL					
	Promedio	Mediana	Desvio									
IPC: var. 12 meses; en %	12,1	12,0	1,6									
VARIABLES	2005-NOV			2005-DIC			2006-ENE			2006-FEB		
Precios	Promedio	Mediana	Desvio									
IPC: var. mensual; en %							1,3	1,3	0,3	1,0	1,0	0,2
(IPC: var. interanual implícita, en % (*))							12,1	12,1		12,2	12,2	
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)												
Índice de Salarios Nivel General; var. mensual; en %	1,27	1,25	0,32	1,29	1,22	0,42						
Monevatrias y Financieras												
Base Monetaria Amplia; prom. mensual; en mil. de \$				56.518	56.985	1.156	56.909	57.003	1.473			
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$				99.093	99.750	1.677	100.478	100.975	1.642			
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$				52.957	53.293	1.071	54.255	54.185	694			
Tasa de interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %				5,0	5,0	0,3	5,1	5,2	0,3			
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %				9,0	9,0	0,1	9,0	9,0	0,1			
Tipo de Cambio Nominal; promedio mensual; \$/US\$				3,02	3,03	0,02	3,03	3,03	0,02			
Actividad Económica												
EMAE: var. interanual; en %	8,3	8,4	0,5	8,0	8,1	0,8						
EMI: var. interanual; en %				8,3	8,4	1,3	8,2	8,0	2,1			
Sector Externo												
Exportaciones; en mil. de us\$				3.416	3.439	152	3.249	3.190	243			
Importaciones; en mil. de us\$				2.588	2.560	102	2.452	2.422	221			
Fiscales												
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$							10.636	10.650	490	10.153	10.000	531
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$				115	150	593	1.758	1.773	381			
2) Variables de Frecuencia Trimestral	2005-TR4			2006-TR1			2006-TR2			2005-ANL		
VARIABLES	Promedio	Mediana	Desvio									
Actividad Económica												
PIB a precios constantes; variación interanual; en %	7,8	8,2	0,9	8,0	8,0	1,0				8,7	8,9	0,6
PIB a precios corrientes; en mil. de \$										530.121	530.000	12.397
Consumo Total a precios constantes; variación interanual; en %	6,7	6,6	0,8	6,9	6,9	0,8				7,2	7,1	0,7
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	18,8	19,9	3,3	20,6	20,5	4,0				19,7	20,5	1,7
Tasa de desocupación; en %										10,6	10,6	0,3
Sector Externo												
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	955	800	432	846	790	460				3.949	4.354	1.458
Monevatrias y Financieras												
Reservas Internacionales; fin de periodo; en mil. de US\$							22.514	21.175	3.403	23.027	22.900	1.807

(*) Esta variable no es relevada en el REM y su valor se obtiene implícitamente a partir de los resultados del mismo.



GLOSARIO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

\$: Pesos argentinos	Copom: Comité de Política Monetaria (Brasil)
€: Euro	DEG: Derechos Especiales de Giro
acum.: Acumulado	DGA: Dirección General de Aduanas
ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores	DGI: Dirección General Impositiva
AFJP: Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones	DISC: Bono Descuento
AIP: Aglomerados del Interior del País	DPN: Deuda Pública Nacional
ANL: Anual	EE.UU.: Estados Unidos
ART: Aseguradora de Riesgo de Trabajo	EIL: Encuesta de Indicadores Laborales
Art.: Artículo	EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica
AT: Adelantos transitorios	EMBI+: Emerging Markets Bond Index
BADLAR: Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades financieras	EMI: Estimador Mensual Industrial
BCB: Banco Central de Brasil	ENGH: Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares
BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires	EPH continua: Nueva Encuesta Permanente de Hogares
BCE: Banco Central Europeo	EPH puntual: Encuesta Permanente de Hogares Tradicional
BCRA: Banco Central de la República Argentina	EPH: Encuesta Permanente de Hogares
BID: Banco Interamericano de Desarrollo	Eurostat: Oficina de Estadística de la Unión Europea
BIRF: Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento	Fed Funds: Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de los EE.UU.
BM: Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA	FF: Fideicomisos Financieros
BMA: Base Monetaria Amplia. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA, más el stock de cuasimonedas.	FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas
BOCON: Bonos de Compensación Nacional	FMI: Fondo Monetario Internacional
BODEN: Bonos del Estado Nacional	FOB: Free on Board
BOGAR: Bono Garantizado	FOMC: Federal Open Market Committee (EE.UU.) (Comité Federal de Mercado Abierto)
CBA: Canasta Básica Alimentaria	FONAVI: Fondo Nacional de la Vivienda
CBT: Canasta Básica Total	G-8: Grupo de los 8 países más industrializados
CC: Cuenta Corriente	GATT: General Agreement on Tariffs and Trade (Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio)
CEDRO: Certificado de Depósitos Reprogramados	GBA: Gran Buenos Aires
CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia	Gto Prim.: Gasto primario
CFI: Coparticipación Federal de Impuestos	ha: Hectáreas
CNV: Comisión Nacional de Valores	i.a.: Interanual
C.O.: Carta Orgánica del BCRA	IAPC: Índice Armonizado de Precios al Consumidor
contrib.: Contribución	IBGE: Instituto Brasileiro de Geografía e Estatística (Brasil)
	IBIF: Inversión Bruta Interna Fija
	ICC: Índice del Costo de la Construcción



ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

IDL: Índice de Demanda Laboral

IED: Inversión Extranjera Directa

IFI: Instituciones Financieras Internacionales: FMI, BID y BIRF

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

IPC Resto: IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo

IPC: Índice de Precios al Consumidor

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor

IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IRD: Inversión Real Directa

ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción

ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado recaudado por la DGA

IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado recaudado por la DGI

kg.: Kilogramos

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

LFCF: LatinFocus Consensus Forecast

LIBOR: London Interbank Offered Rates

m²: Metros cuadrados

M1: Billetes y monedas + cuentas corrientes en \$

M2: Billetes y monedas + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$

M3: Billetes y monedas + depósitos totales en \$

M3*: Billetes y monedas + depósitos totales en \$ y US\$

MA(x): Moving Average (promedio móvil en base a la cantidad de períodos seleccionados)

MAE: Mercado Abierto Electrónico

MEG: Mercado electrónico de Gas

MEM: Mercado Electrónico Mayorista

MEMSP: Mercado Electrónico Mayorista Sistema Patagónico

MERCOSUR: Mercado Común del Sur

MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires

mill.: Millones

MOA: Manufacturas de origen agropecuario

MOI: Manufacturas de origen industrial

MRO: Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)

MTSS: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios

NAFTA: North American Free Trade Agreement

NF: No Financiero

NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)

O/N: Overnight

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

OCT: Operaciones Concertadas a Término

OMC: Organización Mundial del Comercio

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

PAMI: Programa de Atención Médica Integral

PAR: Bono Par

PCE: Price Index for Personal Consumption Expenditure

PEA: Población Económicamente Activa

PIB: Producto Interno Bruto

PJyJH: Plan Jefas y Jefes de Hogar

PM 2006: Programa Monetario 2006

PN-06: Presupuesto Nacional 2006

PP: Productos primarios

PRE: BOCON Previsional

PRO: BOCON Proveedores

Prod: Productos

Prom.: Promedio

Prom. mov.: Promedio móvil

R\$: Reales brasileños

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado

Repo: Tasa de interés de referencia del Banco de Inglaterra

REPO: Rueda de negociación del MAE donde las entidades financieras operan pases. Participa el Banco Central utilizando LEBAC en pesos (sin actualización por CER) como activo subyacente.



Rofex: Rosario Futures Exchange (Mercado a término de Rosario)

s.e.: Serie sin estacionalidad

s.o.: Serie original

SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos

Selic: Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

SPP: Sector Público Provincial

SWIFT: Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (Sociedad para la Telecomunicación Financiera Interbancaria Mundial)

TI: Términos del Intercambio

tns: Toneladas

Trim.: Trimestral

TR: Trimestre

UADE: Universidad Argentina de la Empresa

UCI: Utilización de la Capacidad Instalada

UE: Unión Europea

US\$/b: Dólares por barril

US\$: Dólares estadounidenses

USDA: United States Department of Agriculture (Secretaría de Agricultura de los EEUU)

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

var.: Variación

VE: Valor efectivo

VN: Valor nominal

WTI: West Texas Intermediate (petróleo de referencia en Argentina)

XN: Exportaciones Netas