

INFORME DE INFLACIÓN



Banco Central
de la República Argentina

Segundo Trimestre de 2006



INFORME DE INFLACIÓN

**Banco Central
de la República Argentina**

Segundo Trimestre de 2006

Banco Central de la República Argentina

Abril 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 abril, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de marzo de 2005. La próxima publicación del Informe de Inflación, correspondiente al tercer trimestre de 2006, será el 19 de julio a través de internet.

Buenos Aires, 26 de abril de 2006



Contenido

I. Visión Institucional.....	7
II. Contexto Internacional.....	13
Apartado 1. <i>América latina aprovecha el contexto internacional para rescatar deuda...</i>	21
III. Actividad Económica.....	23
IV. Empleo y Salarios.....	33
V. Sector Externo.....	39
VI. Finanzas Públicas.....	45
VII. Política Monetaria y Mercado de Activos.....	53
Apartado 2. <i>La política de encajes.....</i>	59
Apartado 3. <i>Expansión de los Fideicomisos Financieros.....</i>	67
VIII. Inflación.....	69
IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).....	75
Resultados del REM. Marzo de 2006.....	78
Glosario de Abreviaturas y Siglas.....	79

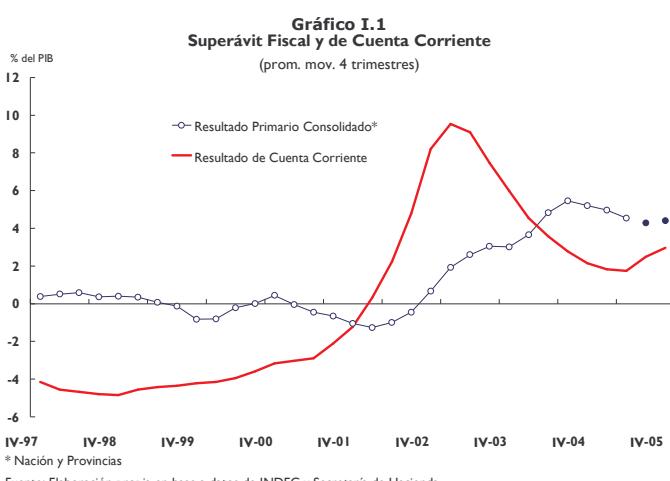
I. VISIÓN INSTITUCIONAL

La plena vigencia de los pilares del programa económico, reflejados en los superávit gemelos (en las cuentas externas y en el frente fiscal), en los dos vectores de una política monetaria prudente (estricto cumplimiento del Programa Monetario con acumulación de Reservas Internacionales) y en el fortalecimiento del sistema financiero, no sólo constituyen una plataforma sólida para los dieciseis trimestres consecutivos de crecimiento sostenido, sino que también proveen una mayor robustez de la economía ante la volatilidad del mercado internacional.

Las cuentas externas siguen mostrándose sólidas, reduciendo, de esta forma, la vulnerabilidad externa del país. En el inicio de 2006 los resultados del comercio exterior se situaron en línea con lo esperado y en el año el superávit comercial se mantendría en niveles históricamente elevados (en torno a US\$9.500 millones). La leve disminución del superávit comercial en 2006 se reflejaría en el saldo de la Cuenta Corriente. No obstante, este efecto sería parcialmente compensado por la reducción de los intereses devengados a partir del canje de la deuda pública, que todavía influye en la comparación interanual (i.a.), y la mejora en la balanza por servicios reales. En consecuencia, el saldo de la Cuenta Corriente sumaría 2,7% del PIB en 2006, mostrando sólo un leve ajuste respecto al año pasado.

Las cuentas públicas nacionales también evolucionaron favorablemente en el primer trimestre de 2006. Aunque el gasto primario siguió mostrando una tendencia ascendente (en torno a 28% de variación interanual), la constante mejora de los ingresos tributarios (26,3% de aumento con respecto a igual periodo de 2005) permitió al Sector Público Nacional No Financiero (SPNF) acumular un superávit primario que superaría en aproximadamente 15% en términos nominales al del primer trimestre de 2005. Para este año se proyecta que los ingresos tributarios mantengan su tendencia creciente, evolución que permitiría alcanzar la estimación de superávit primario de 3,3% del PIB incluida en el Presupuesto Nacional 2006. Adicionalmente, el Gobierno Nacional contaría con recursos disponibles para destinar al Fondo Anticíclico Fiscal, aún después de las medidas lanzadas recientemente en materia de gastos e ingresos, como los cambios en varios planes sociales y las modificaciones en el Impuesto a las Ganancias. El Sector Público fue un factor de contracción de la Base Monetaria (BM), en un contexto en que el superávit primario fue suficiente para cubrir los pagos de intereses y de una parte de los vencimientos de capital de la deuda pública. Esta situación se mantendría durante el resto del año y el financiamiento de 2006 estaría despejado considerando el ahorro público previsto, las disponibilidades de la Tesorería y las colocaciones de deuda que realizaría el Gobierno en lo que resta del año.

Los precios minoristas mostraron una desaceleración en su ritmo de crecimiento. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) acumuló en los primeros tres meses del año una suba de 2,9%, inferior a la esperada por el mercado y a la verificada en el primer trimestre de 2005 (4%). Así, el incremento interanual en marzo fue 11,1%, tras alcanzar 12,3% i.a. en diciembre de 2005. La desaceleración del nivel general fue alentada por el IPC Resto, aproximación de la inflación subyacente, que aumentó en promedio 1% mensual contra





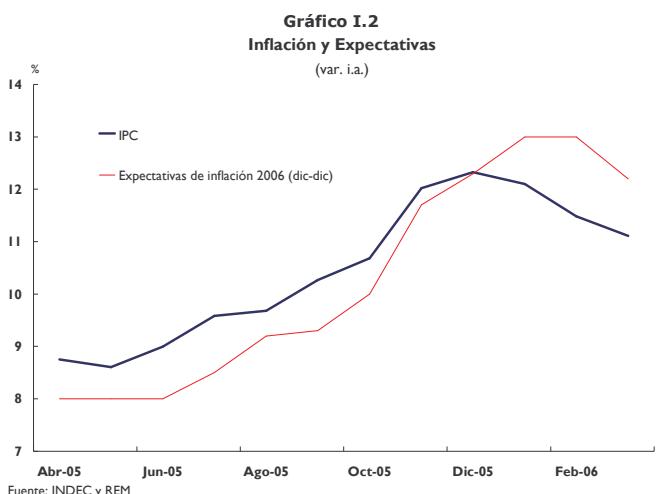
el 1,5% observado en igual período del año pasado, en un marco de menor difusión de los incrementos de precios. Este comportamiento del IPC Resto sumado a la estabilidad presentada por los ítems regulados, permitió compensar la aceleración de los precios de los bienes y servicios estacionales y/o volátiles, que a fines de marzo verificaron un alza trimestral de 4,5%, impulsada por las fuertes subas registradas en los rubros de indumentaria, turismo, y frutas y verduras. Los aumentos en frutas y verduras arrastraron al rubro Alimentos y bebidas, que también se vio afectado por el encarecimiento de la carne vacuna (5% en el trimestre y 19,8% en 12 meses).

En este contexto, el BCRA continuó profundizando el cambio en el sesgo de su política monetaria adoptado desde principios de 2005, consistente con el temprano diagnóstico de aceleración inflacionaria. De esta manera, se observó una suba gradual de las tasas de interés de referencia, que acumulan desde diciembre de 2004 incrementos de 250 puntos básicos (p.b.) y 380 p.b. para sus operaciones de pasos pasivos y colocaciones de LEBAC de corto plazo, respectivamente. En el primer trimestre de este año las principales variables monetarias han evolucionado según lo pautado en el Programa Monetario 2006 (PM 2006), cumpliéndose con la meta del agregado monetario M2, al ubicarse cerca del límite inferior del rango previsto para marzo.

De esta manera, el BCRA busca preservar la estabilidad de precios en términos estructurales; esto es incorporando los rezagos naturales que presentan los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De allí la necesidad de acumular Reservas Internacionales con fines anticíclicos, de fortalecer el sistema financiero, y de preservar la consistencia de sus estados contables.

La intervención en el mercado de cambios durante el primer trimestre permitió atesorar aproximadamente US\$3.000 millones adicionales en las Reservas Internacionales. Esta política de reaseguro intertemporal no genera presiones inflacionarias a partir de una oferta excedente de dinero, ya que la emisión monetaria que supera a la demanda es esterilizada mediante cancelaciones anticipadas de deuda del sistema financiero con el Banco Central (una práctica inédita y saludable que fortalece la situación patrimonial del sistema), mediante la colocación semanal de títulos junto a las operaciones de pasos diarios y a siete días, y con absorción monetaria por parte del sector público, a partir del superávit fiscal que muestran las cuentas públicas.

En segundo lugar, fruto de la persistente dinámica de capitalización que experimenta el sector bancario, pero sobre todo producto de la recuperación y pleno ejercicio de sus funciones básicas de intermediación, tanto en operaciones pasivas (los depósitos privados crecieron 21% en 2005 y 17,5% en el primer trimestre de 2006 en términos anualizados) como activas (los préstamos privados aumentaron 39% y 28,2%, respectivamente), el sistema financiero en su conjunto continúa mostrando en 2006, al igual que en 2005, números anuales favorables en sus cuadros de resultados por primera vez desde la crisis de 2001-2002. Continuando con esta tendencia, en el primer bimestre de 2006 la rentabilidad del sistema financiero alcanzó \$784 millones (2,2% anualizado del activo), superando significativamente el guarismo de igual período del año anterior.





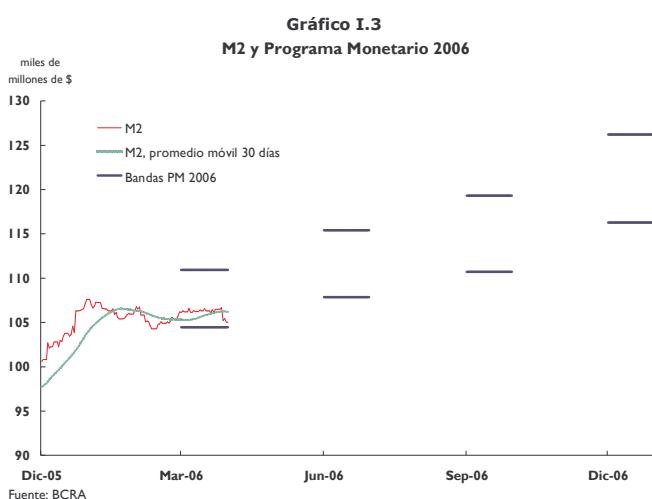
Esta mejora en los resultados no se produjo a costa de mayor exposición al riesgo ya que, por el contrario, la calidad de la cartera de financiaciones al sector privado continuó evolucionando positivamente: el ratio de irregularidad del sistema financiero alcanzó un nivel de 7,1%, acumulando una caída desde principios de 2005 superior a 11 puntos porcentuales (p.p.). Tanto los cambios normativos del BCRA, el favorable desempeño macroeconómico, el mejor perfil financiero de las familias y las empresas, como las mejoras en la evaluación de riesgos por parte de las entidades están impulsando este avance en la calidad de los activos del sector privado. En igual sentido, la autoridad monetaria fijó pautas e incentivos para reducir la exposición del sistema financiero al Sector Público, determinando límites específicos (40% de los activos) que tienen vigencia desde enero de 2006, y estableciendo un cronograma para migrar la registración contable hacia los valores de mercado de los títulos públicos.

En tercer lugar, el Banco Central refleja hoy un patrimonio neto sólido, fortalecido por un superávit cuasifiscal base caja superior a los \$2.000 millones en el año 2005. Respecto al año 2006, cabe apuntar que, aún cumpliendo estrictamente con el Programa Monetario y anticipando fuertes cancelaciones de redescuentos por parte del sistema financiero, se proyecta la continuidad del resultado cuasifiscal positivo. Esto es así, ya que los ingresos generados por las Reservas Internacionales, los títulos públicos en cartera y los redescuentos, superan a los egresos derivados de los pasivos de este Banco Central (encajes, pasos netos, LEBAC y NOBAC).

En suma, en los próximos meses el BCRA continuará llevando adelante una política monetaria prudente, previsible y estable. Así, se consolidaría la tendencia descendente observada en los últimos meses en las expectativas de inflación, permitiendo moderar la inflación hacia niveles consistentes con la estabilidad de precios en el mediano plazo. En efecto, las previsiones de inflación indican que hacia fin de 2006 el aumento de precios se ubicaría en un rango de 8% a 11%. Sin embargo, el cumplimiento de este objetivo también estará estrechamente ligado a que la políticas de ingresos, fiscales y de competencia coadyuven a profundizar la reciente evolución de las expectativas inflacionarias, manteniendo la disciplina observada en los últimos trimestres.

En cuanto al crecimiento económico, los indicadores adelantados de los primeros meses del año señalan que la actividad en términos agregados se habría expandido por decimosexto trimestre consecutivo. Tras el pronunciado incremento del PIB real verificado en el cuarto trimestre del año pasado, en 2005 la economía finalmente se expandió 9,2%, dejando un arrastre estadístico para este año de 3,6%, superior al esperado originalmente. Este mayor arrastre estadístico, junto con un importante aumento de la actividad económica durante el primer bimestre de este año, justifican un incremento en la proyección de expansión real del PIB, que superaría 7% en 2006.

En el primer trimestre de 2006, al igual que en los trimestres anteriores, la absorción interna continuó impulsando el nivel de actividad, con un buen comportamiento del Consumo Privado, que habría mantenido su tendencia previa beneficiado por el progresivo incremento de la masa salarial, los elevados niveles de confianza del consumidor y la mayor disponibilidad de créditos, entre otros



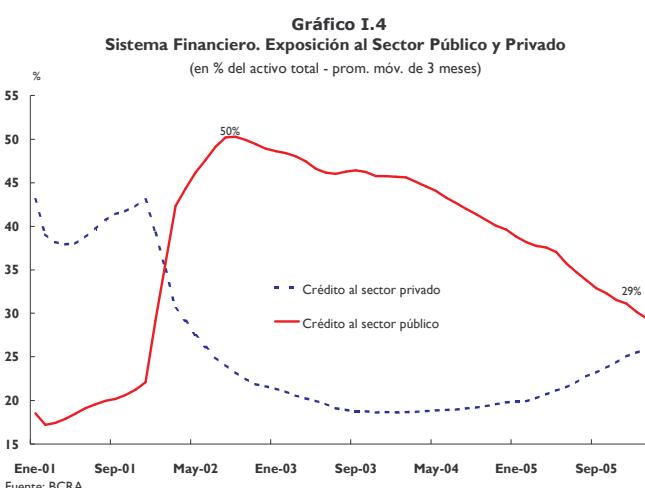
factores. Así, el crédito al sector privado continuó creciendo, favorecido por los adecuados incentivos regulatorios implementados por el BCRA, tendientes a extender los plazos y a ejercer un manejo prudente de los riesgos asociados, en un contexto macroeconómico favorable. Además, se observó un importante dinamismo de los Fideicomisos Financieros, que se están consolidando como mecanismos alternativos de financiamiento para bancos y empresas, fenómeno compartido por el resto de la región (ver Apartado 3).

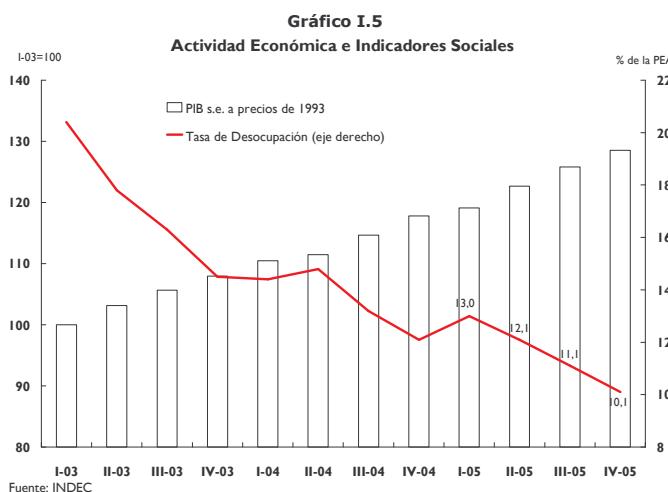
Por su parte, luego de crecer significativamente en la segunda mitad de 2005, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) se habría desacelerado transitoriamente en el comienzo de este año, a partir de un estancamiento en la actividad de la construcción (vinculado principalmente a cuestiones coyunturales), mientras que la inversión reproductiva continuó aumentando a buen ritmo. Así, la IBIF se habría mantenido en torno a los niveles del último trimestre de 2005, permitiendo que el *stock* de capital se expanda a un ritmo elevado.

Para el transcurso del corriente año, se estima que continúe el dinamismo de ambas variables, con un crecimiento interanual cercano a 15% en el caso de la IBIF y superior a 6% para el Consumo Privado.

Con el objetivo de reforzar la evolución de la Inversión, el BCRA introdujo una serie de cambios normativos que atañen a la política de encajes (ver Apartado 2). Estas modificaciones procuran recuperar los márgenes prudenciales previos al período diciembre 2005–marzo 2006, al tiempo que refuerzan el sesgo antiinflacionario de la política monetaria, desincentivando el crecimiento de los medios de pago y promoviendo el alargamiento de la estructura de depósitos. A su vez, propician el incremento del financiamiento a más largo plazo de proyectos de inversión productiva, coadyuvando a sortear los “cuellos de botella” que eventualmente pudieran producirse como consecuencia del gradual cierre de la brecha del Producto. Así, el BCRA contribuye a recrear las condiciones necesarias para garantizar el crecimiento sostenido y de largo plazo de la economía. Además, el avance en la implementación del régimen de Promoción de Inversiones en Bienes de Capital (Ley N° 25.924) y la evolución de la obra pública (a nivel nacional y provincial) permiten estimar un sostenido incremento de la Inversión en los próximos meses.

Acompañando la expansión de la actividad económica, los indicadores del mercado laboral continúan evolucionando favorablemente. En el último trimestre del año pasado la Tasa de Desocupación cayó hasta 10,1% de la Población Económicamente Activa (PEA), ubicándose en los niveles más bajos de los últimos trece años. Esta mejora se sustenta en un sólido avance del empleo, principalmente formal, que continuó en el inicio de 2006. Se prevé que esta tendencia persista en lo que resta del año, permitiendo que en el último trimestre la Tasa de Desocupación finalice en torno a 9%. Como sucediera en 2005, los salarios reales de la economía continuaron creciendo en el primer trimestre de 2006, con la salvedad de que en esta oportunidad los aumentos estuvieron difundidos en el sector privado formal e informal, a pesar que entre ambos segmentos todavía persiste una elevada brecha, que marca una clara segmentación del mercado laboral.





El aumento del empleo y de los salarios se tradujo en una nueva declinación de los indicadores de pobreza e indigencia, que en el segundo semestre del año pasado alcanzaron a 33,8% y 12,2% de la población urbana, respectivamente. Estos niveles reflejan una sustantiva mejora en relación a los niveles máximos alcanzados en octubre de 2002, cuando la pobreza abarcaba a 57,5% de la población, siendo más de la mitad considerada indigente.

El contexto internacional sigue resultando favorable para Argentina teniendo en cuenta que el mercado prevé un crecimiento global en 2006 mayor al estimado a comienzos de año (con una distribución regional más balanceada), que alcanzaría 4,3%. Al mismo tiempo, la inflación se mantiene contenida y el proceso alcista de las tasas de interés de referencia en las principales economías está evolucionando de acuerdo con lo esperado. Adicionalmente, los países de América latina continúan avanzando en la implementación de políticas anticíclicas y en la mejora de las condiciones financieras de sus pasivos, reduciendo sensiblemente la vulnerabilidad de estas economías (ver Apartado 1). Posibles aumentos adicionales del precio del petróleo, una posible corrección abrupta de los “desequilibrios globales” y una caída brusca de los precios de los activos (que ya muestran signos de desaceleración) se mantienen como los principales riesgos en el contexto internacional, aunque con una reducida probabilidad de ocurrencia, y menor que la prevista en el **Informe de Inflación** anterior.



II. CONTEXTO INTERNACIONAL

II.1 Síntesis

El crecimiento económico mundial continúa siendo vigoroso y algo balanceado entre las distintas regiones, luego de la fuerte expansión económica global de 4,3% en 2005. En este escenario, el mercado revisó al alza en 0,5 puntos porcentuales (p.p.) respecto del trimestre anterior la proyección de crecimiento para este año, que ahora alcanzaría 4,3%. Mientras la economía de Japón mantendría dinamismo, continuaría el sólido desempeño económico en Asia emergente, en la zona Euro se fortalecería el crecimiento, pero la economía de EE.UU. se desaceleraría ligeramente. Adicionalmente, la inflación headline de las principales economías se ha visto presionada por el encarecimiento de la energía, pero la inflación subyacente se mantiene contenida. No obstante, la estabilidad de precios continúa enfrentando riesgos latentes, principalmente por los mayores e inestables precios energéticos. En este contexto, continúa el endurecimiento de la política monetaria en las principales economías, aunque a un ritmo gradual y con diferencias en los plazos de implementación.

Las subas en las tasas de las principales economías no sólo provocarían movimientos de capitales entre las economías desarrolladas, y por ende en los tipos de cambio, sino que también podrían aminorar los flujos de capitales hacia economías emergentes, aunque este efecto se vería morigerado por la búsqueda de mayores rendimientos. Adicionalmente, estas economías se encuentran mejor preparadas dada la mejora de sus condiciones macroeconómicas que, junto con la elevada liquidez internacional, se refleja en la reducción de los niveles de spread soberano de este grupo de países. En este escenario, las favorables condiciones actuales del mercado financiero global están siendo aprovechadas por los países de América latina para mejorar las condiciones financieras y reducir los stocks de sus deudas soberanas.

Durante los primeros dos meses del año los precios de las materias primas siguieron evolucionando favorablemente y el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) exhibió un alza de 1%. En adelante, se prevé que la tendencia ascendente del IPMP se mantenga, en un marco de perspectivas positivas para los productos básicos agrícolas e industriales.

De esta forma, Argentina enfrentaría en 2006 un contexto internacional todavía favorable, con un fuerte y algo más balanceado crecimiento económico mundial, inflación subyacente contenida, precios altos de los commodities y un proceso alcista de tasas de interés internacionales que se estaría llevando a cabo según lo previsto. Continúan siendo factores de riesgo aumentos adicionales en el precio del petróleo, un creciente proteccionismo en algunas regiones, una posible corrección abrupta de los “desequilibrios globales” y una caída brusca de los precios de los activos, principalmente inmobiliarios, aunque estos ya muestran algunos signos de desaceleración.

Gráfico II.1
PIB Real
(var. i.a.)

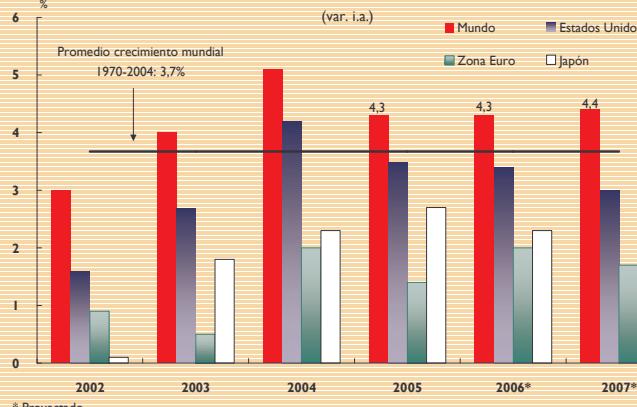
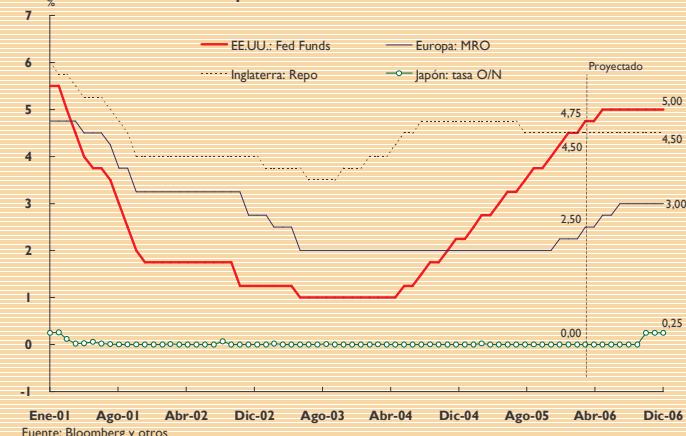


Gráfico II.2
Principales Tasas de Interés de Referencia



II.2 Estados Unidos

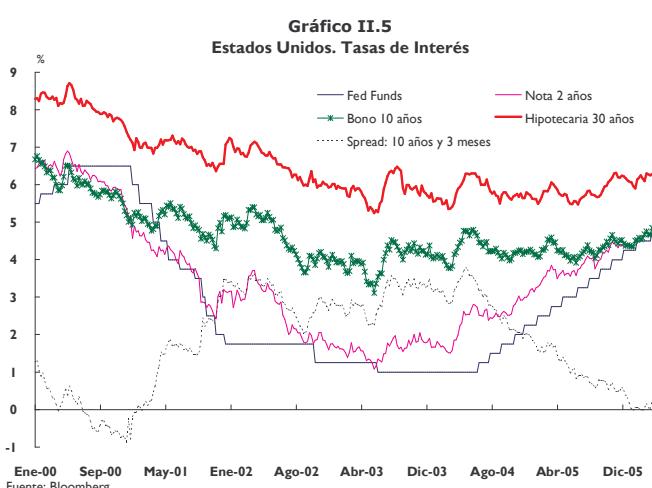
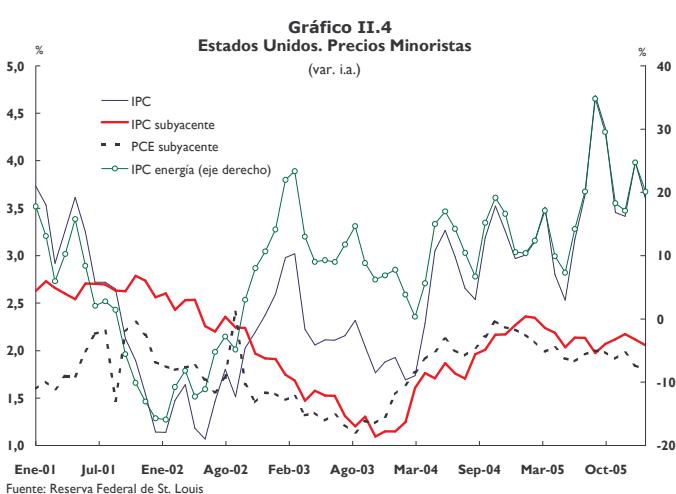
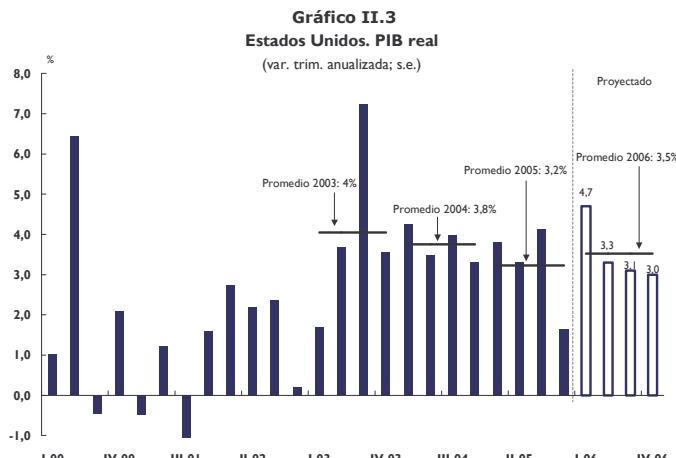
Luego de la desaceleración experimentada en los últimos tres meses de 2005, la economía norteamericana se expandió a un ritmo elevado en el primer trimestre de 2006, en un contexto donde el consumo y la producción industrial evolucionan favorablemente y el mercado laboral se fortalece. Durante el primer trimestre la tasa de desempleo se ubicó en torno a 4,7%, su nivel más bajo desde junio 2001. En los últimos tres meses de 2005, el PIB creció débilmente, afectado en parte por los huracanes. En términos anualizados la economía creció 1,7% desestacionalizado (s.e.), avanzando a menor ritmo que en el trimestre previo (4,1% s.e. anualizado). El debilitamiento de la actividad económica respondió al virtual estancamiento del Consumo Privado, la desaceleración de la Inversión Privada Fija, la caída del Gasto Público y el incremento del déficit comercial. En tanto, los inventarios crecieron y ayudaron a sostener el moderado crecimiento. De esta forma, en 2005 la economía de Estados Unidos creció 3,5% (ver Gráfico II.3).

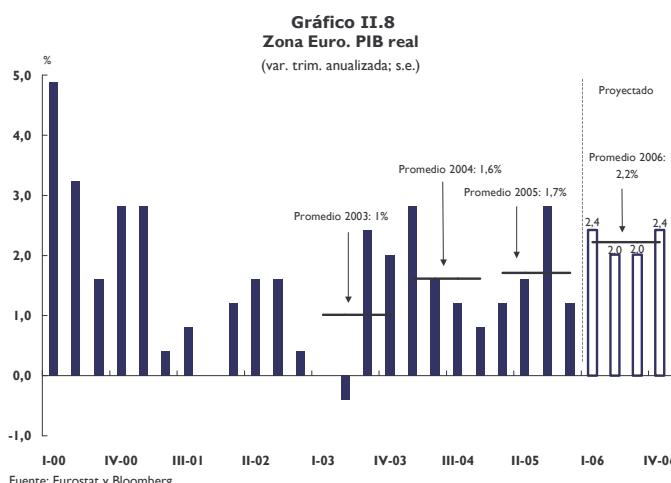
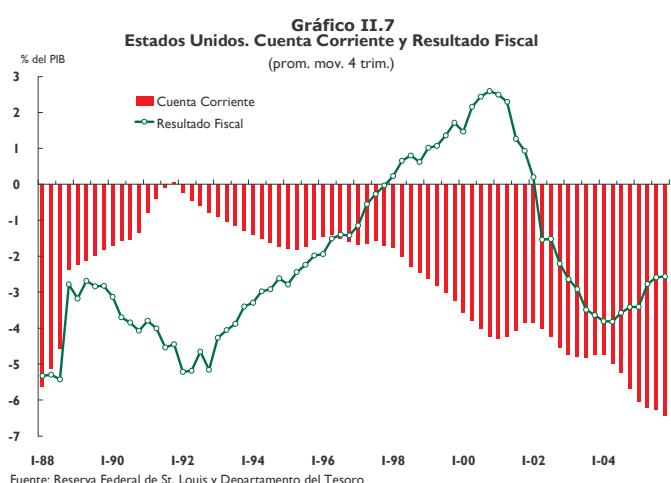
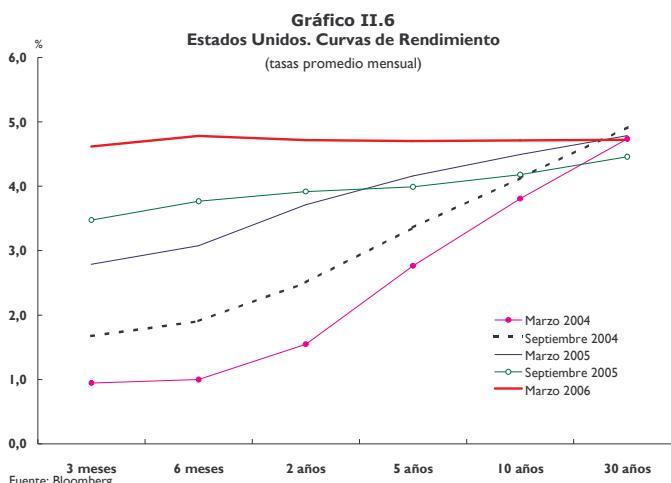
Según *LatinFocus Consensus Forecast* (LFCF), este año el Producto se elevaría 3,4%. El mercado espera que durante los primeros tres meses de 2006 el PIB crezca 4,7%, para luego desacelerarse durante el resto del año, afectado en parte por el posible debilitamiento del consumo y la inversión fija residencial, resultado del menor ritmo de expansión del mercado inmobiliario. Para 2006 se prevé un enfriamiento de la actividad inmobiliaria, particularmente en algunas regiones de EE.UU., que ya ha comenzado a observarse. Un fuerte y rápido debilitamiento de la situación inmobiliaria constituye uno de los principales factores de riesgo para el crecimiento de EE.UU.

En un escenario de expansión económica y altos costos de la energía, la inflación minorista continúa siendo influida por los elevados precios de la energía, mientras que la inflación subyacente aún se mantiene contenida. Los precios minoristas, medidos a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC), crecieron en febrero por octavo mes consecutivo por arriba de 3% interanual (i.a.), al elevarse 3,6% en los últimos doce meses. Sin embargo, al excluir los alimentos y la energía, el índice subyacente se elevó 2,1% i.a., igualando la suba registrada en enero pasado pero inferior al promedio de 2005. En línea con este comportamiento, la inflación medida a través del índice de precios subyacente del PCE¹, otro indicador analizado por la Reserva Federal, se ubicó en 1,8% i.a. por segundo mes consecutivo, luego de mantenerse en torno a 2% i.a. el año pasado (ver Gráfico II.4). Si bien la inflación subyacente se mantiene contenida y las expectativas ancladas, existen riesgos de presiones inflacionarias provenientes no sólo de mayores precios de la energía y de los efectos de segunda ronda, sino también de posibles aumentos en el uso de los recursos.

En este contexto, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal de EE.UU. decidió en su última reunión, realizada el 27 y 28 de marzo y presidida por primera vez por Ben Bernanke, subir 0,25 puntos porcentuales (p.p.) la tasa de los *Fed Funds* hasta 4,75% anual. Así, el FOMC elevó la tasa de referencia por quinceava vez consecutiva, continuando con el proceso alcista iniciado a fines de junio de 2004 (ver Gráfico II.5). Si bien existe

¹ Índice de precios del *Personal Consumption Expenditure*.





un riesgo latente de mayor inflación futura que alentaría nuevos ajustes en la tasa de los *Fed Funds*, el ciclo alcista estaría cerca de su fin. Según el mercado, a fines de 2006 la tasa se ubicaría en 5% anual. El proceso alcista observado en EE.UU. ha sido acompañado levemente por las tasas de interés de largo plazo, acentuándose el proceso de aplanamiento de la curva de rendimientos, llegando a invertirse un tramo de ésta (ver Gráfico II.6).

En 2006, no se esperan mejoras de los déficits gemelos (externo y fiscal). De acuerdo con LFCF, el déficit en Cuenta Corriente representaría 6,4% del PIB, manteniendo el nivel de 2005. A su vez, el déficit fiscal alcanzaría a 3% del Producto, 0,4 p.p. por encima del año pasado. Este incremento respondería al aumento en los gastos, resultado en parte de la reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes en 2005 y la guerra en Medio Oriente, y a la desaceleración del crecimiento de los ingresos. En 2005, los déficits gemelos siguieron mostrando una evolución dispar y, mientras que el déficit en Cuenta Corriente continuó ampliándose, el déficit fiscal mantuvo su tendencia decreciente (ver Gráfico II.7). El resultado en Cuenta Corriente alcanzó en el cuarto trimestre del año pasado un déficit de US\$224.876 millones s.e. (7,2% del PIB en términos anualizados) creciendo 1,2 p.p. frente al trimestre anterior. De esta forma, en 2005 el déficit en Cuenta Corriente totalizó US\$804.949 millones, cifra que representó 6,4% del Producto, porcentaje récord en la historia económica norteamericana reciente. Dicho déficit habría sido financiado en gran parte por los países exportadores de petróleo, al destinar importantes recursos provenientes de la renta petrolera a la compra de distintos activos norteamericanos. En tanto, en los últimos tres meses de 2005 el déficit fiscal alcanzó US\$119.310 millones (3,8% del PIB en términos anualizados), totalizando en el año US\$319.723 millones. En términos del Producto, dicha cifra representó 2,6%, descendiendo así por segundo año consecutivo.

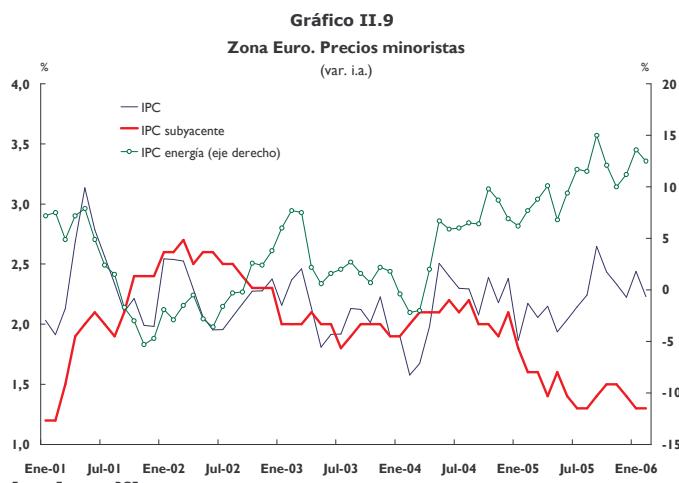
En resumen, la evolución de los déficits gemelos, pero más precisamente del abultado déficit en Cuenta Corriente, continúa siendo un factor de riesgo para la economía norteamericana y la economía mundial. Además, una importante mejora de las cuentas fiscales podría tener un impacto negativo sobre las cuentas externas en EE.UU., ya que dicho cambio podría inducir la reducción de las tasas de interés, alentando así el gasto en consumo interno, afectándose la balanza comercial.

II.3 Zona Euro y Asia

En un contexto de condiciones externas e internas favorables, LFCF espera que el Producto de la zona Euro se incremente 2% en 2006, acelerando así su crecimiento con respecto a 2005 (1,3%). Sin embargo, las perspectivas de expansión podrían verse deterioradas principalmente como consecuencia de la evolución del precio del petróleo y la valorización del euro, en un marco de importantes “desequilibrios globales” (ver Gráfico II.8).

Si bien la inflación, medida a través del Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC), continúa siendo superior a 2% anual², al elevarse en febrero a 2,2% i.a., la inflación subyacente se mantiene contenida, siendo en febrero de 1,3% i.a.. De acuerdo con el Banco Central Europeo (BCE), en el corto plazo la inflación

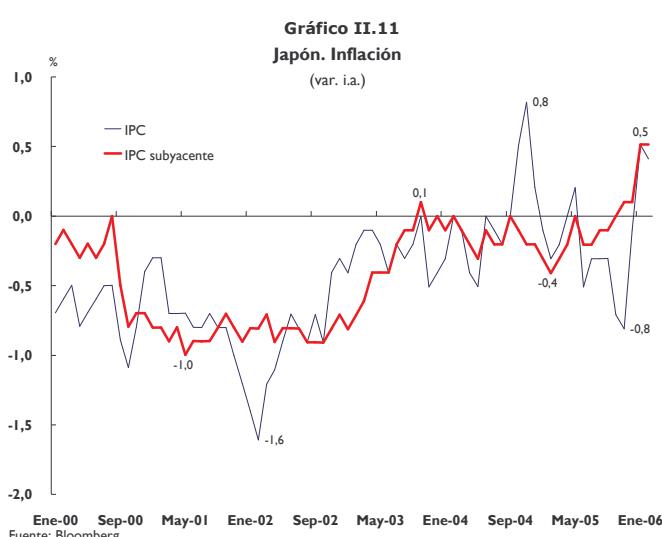
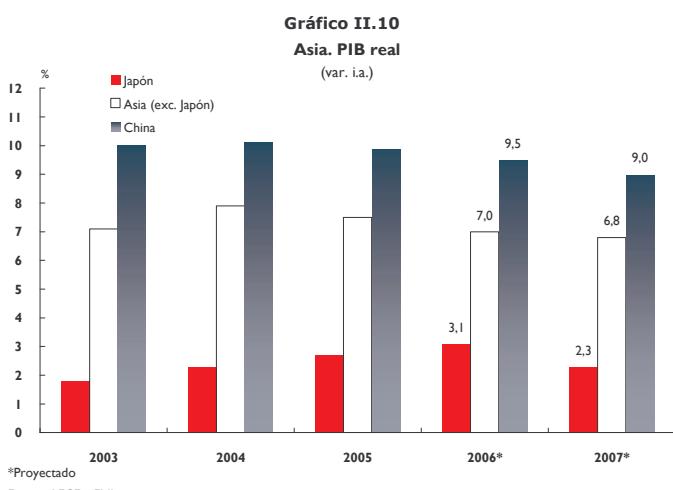
² La meta de inflación del BCE se define como un valor en torno, pero no superior a 2% i.a..



posiblemente se mantendría por arriba de 2% i.a.. Cambios en los precios administrados e impuestos indirectos con impacto mayor a lo previsto e incrementos adicionales del precio del petróleo, constituyen fuentes de posibles presiones inflacionarias (ver Gráfico II.9).

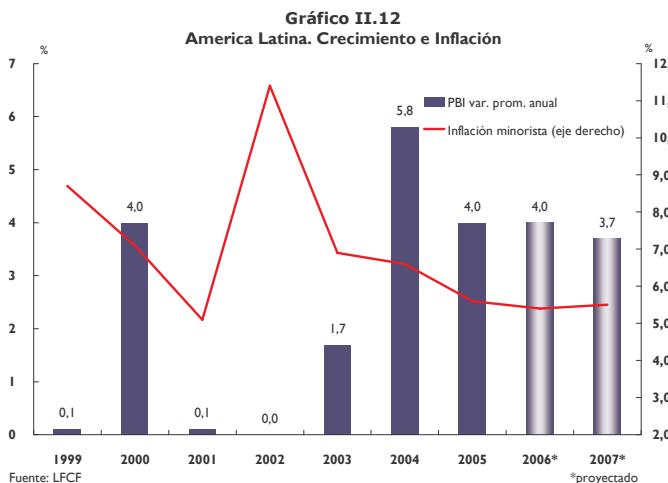
En este contexto, el 2 de marzo pasado el BCE aumentó 0,25 p.p. la tasa de interés de referencia (*Main Refinancing Operations; MRO*), hasta 2,5%. Se trató del segundo incremento (en diciembre de 2005 fue elevada otros 0,25 p.p.), luego de mantenerse estable en 2% anual por más de dos años. El BCE informó que la suba reflejó las expectativas de mayor inflación y fortalecimiento del crecimiento económico. Según el mercado, la tasa de referencia se ubicaría en torno a 3% a fin de año.

La economía japonesa, por su parte, continúa gradualmente consolidando su expansión con un crecimiento del PIB de 3,1% estimado para 2006, luego de expandirse 2,7% en 2005 (ver Gráfico II.10). Este desempeño estuvo motorizado por las mayores exportaciones, dada la fuerte demanda de EE.UU. y China ayudado por una depreciación real del yen, y por la aceleración del Consumo Privado, sustentada por la evolución positiva del mercado de trabajo, los mayores beneficios corporativos y el alza del crédito bancario. En este contexto de recuperación de la demanda interna y externa, junto con los aumentos en los precios de los *commodities*, la electricidad y la telefonía, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) subyacente, que excluye los alimentos frescos, desde octubre pasado está exhibiendo variaciones interanuales positivas, luego de 24 meses de deflación (ver Gráfico II.11). En este marco, luego de que el IPC subyacente de febrero registrara una suba de 0,5% i.a., el Banco de Japón (BJ) anunció, el 9 de marzo, el inicio de un cambio de sesgo de su política monetaria. Este cambio consistirá en el abandono gradual de las metas cuantitativas sobre las cuentas corrientes que las entidades financieras mantienen en el Banco de Japón, para pasar a una política de tasas, con foco en la tasa del mercado de "call". El BJ priorizará inicialmente una tasa "call" en 0%, no descartando probables subas para resguardar la estabilidad inflacionaria, que fue definida como subas en el IPC subyacente de entre 0% i.a. y 2% i.a..



La economía china continúa con el vigoroso crecimiento exhibido en los últimos años, impulsada por el gasto interno, y alcanzaría en 2006 una expansión de 9,5%, levemente inferior al alza registrada el año pasado (9,9%). El ritmo de incremento del PIB chino constituye aún un factor decisivo para la expansión de la economía mundial y para las cotizaciones de los principales *commodities*. Por otro lado, a pesar del fuerte crecimiento y de los elevados precios del petróleo, la inflación sólo fue de 0,9% i.a. en febrero. En adelante, la evolución de los precios estaría condicionada, entre otras cosas, por una hipotética revaluación del yuan y por la liberalización esperada de los precios del combustible y la electricidad. Las perspectivas del crecimiento del resto de Asia (excluyendo Japón) continúan siendo favorables, a pesar del debilitamiento del crecimiento de EE.UU., factor clave para la demanda de exportaciones asiáticas. Dado el escenario de mayor crecimiento en la región asiática, el mercado revisó al alza en 0,5 p.p. su proyección de expansión económica global previéndose un incremento de 4,3% en 2006.

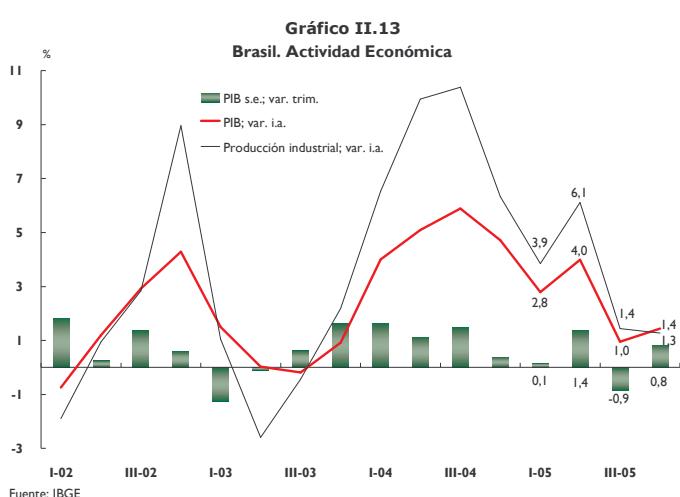
II.4 América Latina



La economía de la región sigue evolucionando favorablemente, luego de que en los últimos años se verificaran importantes progresos en sus *fundamentals*. Los gobiernos de la región continuaron aplicando políticas financieras anticíclicas, como la acumulación de Reservas Internacionales y la mejora de las condiciones financieras de sus pasivos. En este contexto, la región se encuentra mejor preparada para enfrentar eventuales *shocks* externos (ver Apartado 1).

Según LFCF, el PIB de la región se expandiría 4% en 2006, manteniendo el ritmo de 2005. Por su parte, la inflación se situaría este año en 5,4%, desacelerándose levemente con respecto al año pasado. En tanto, la Cuenta Corriente continuaría siendo superavitaria, aunque el saldo se reduciría a 0,7% del PIB en 2006 (ver Gráfico II.12).

En particular, en los primeros meses de 2006 la economía de Brasil (principal socio del MERCOSUR) habría continuado con la recuperación evidenciada a fin del año pasado. En el cuarto trimestre de 2005, con una suba de 0,8% s.e., el PIB recuperó parcialmente la importante caída del tercer trimestre (0,9% s.e.), a medida que se agotó el proceso de ajuste del nivel de inventarios y se intensificó el ritmo de la actividad económica ante el mayor crecimiento del Consumo Privado y la recuperación de la Inversión (ver Gráfico II.13). Así, en 2005 el PIB registró una expansión de 2,3%, incremento significativamente menor al de 2004 (4,9%). La expansión alcanzada reflejó el buen desempeño del comercio exterior y el aumento de la demanda interna (en parte gracias a las mejores condiciones crediticias y laborales, a la vez que el Banco Central de Brasil -BCB- avanzó en la reducción de la tasa de interés de referencia). Según la encuesta Focus del BCB, el mercado estima que en el primer trimestre de 2006 la economía habría crecido 3,2% i.a., y exhibiría tasas levemente superiores en los siguientes trimestres, alcanzando un incremento de 3,5% en el año. En tanto, el BCB proyecta que la expansión anual alcanzaría 4%.

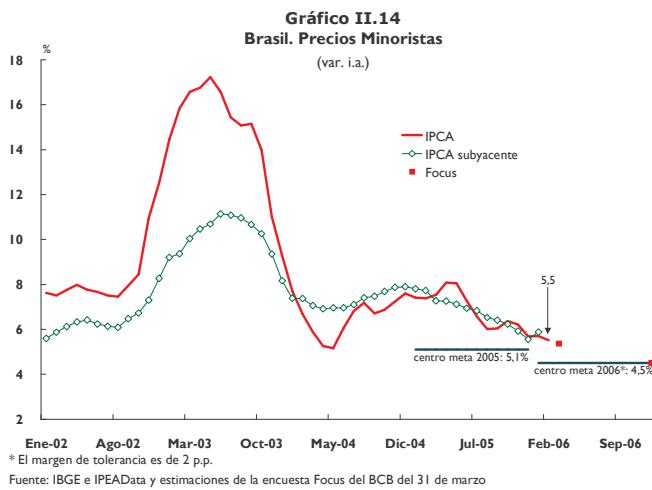


La inflación, medida por el Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA), continúa en una tendencia decreciente y se encuentra dentro del rango establecido por el Comité Monetario Nacional (CMN)³ para 2006 (ver Gráfico II.14). Asimismo, de acuerdo a la encuesta Focus del BCB, las perspectivas para este año sugieren que la inflación continuará descendiendo hasta situarse en el centro de la meta anual, fijada en 4,5%.

En las minutos de su reunión de marzo, el Comité de Política Monetaria (Copom) atribuyó baja probabilidad a presiones inflacionarias provenientes de la expansión de la demanda. Así, teniendo en cuenta la favorable trayectoria que sigue la inflación, el Copom decidió en marzo continuar con el ritmo de recortes de 0,75 p.p. en la tasa Selic, llevándola hasta 16,5%. El mercado espera que se siga bajando la tasa de interés de referencia en las próximas reuniones, llevándola a 14% a fin de 2006.

El ritmo de crecimiento de las exportaciones en el primer trimestre del año comenzó a desacelerarse, al tiempo que las importaciones

³ En 2006, el CMN estableció un centro de meta de 4,5% con un margen de tolerancia de 2 p.p..



exhibieron mayor dinamismo, a medida que la demanda interna recuperó vigor. Para 2006, el mercado espera un saldo comercial positivo de US\$40.000 millones (6,5% del PIB), luego de que alcanzara US\$44.764 millones en 2005. A su vez, la Cuenta Corriente exhibió un alto superávit en febrero (el acumulado de doce meses alcanzó a 1,69% del PIB) y se mantendría elevado este año, previéndose que alcance 1% del PIB.

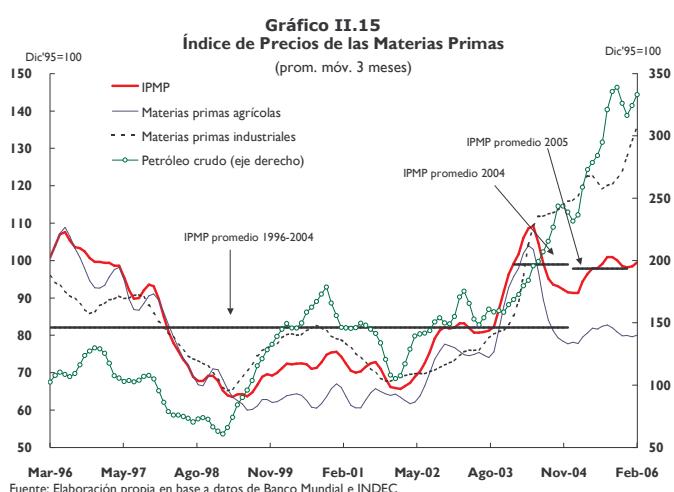
Impulsado por el buen desempeño de la recaudación, el resultado del sector público no financiero acumuló en los doce meses hasta febrero último un superávit primario de 4,38% del PIB. Esta cifra implicó un descenso respecto del resultado alcanzado en 2005 (4,84% del PIB).

A pesar de un primer impacto negativo luego del recambio de ministro de Hacienda, los principales indicadores financieros retomaron sus tendencias y continuaron mejorando durante el primer trimestre. En este período el *spread* de riesgo soberano descendió 76 puntos básicos (p.b.), habiendo alcanzado un mínimo histórico de 215 p.b. en febrero. Por su parte, la cotización del real siguió una tendencia de apreciación durante la mayor parte del trimestre y hasta marzo acumuló una valorización de 7,9% al finalizar en 2,16 R\$/US\$. Además, el Gobierno continuó aprovechando el marco internacional favorable y de elevada liquidez para continuar recomponiendo sus Reservas Internacionales a través de compras líquidas del BCB, al tiempo que continuaría con medidas de reducción del endeudamiento público y mejora de las condiciones financieras al igual que otros países de la región.

II.5 Precios de las Materias Primas

Los precios de las materias primas siguen manteniéndose en niveles elevados en términos históricos, destacándose los valores alcanzados por el petróleo crudo y los metales. Luego de la baja evidenciada a partir de julio del año pasado, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) se recuperó a partir de diciembre y se ubicó a fin del primer bimestre 2% por encima del promedio de 2005 (ver Gráfico II.15). En el tercer mes de 2006 los precios de las materias primas, especialmente las agrícolas, habrían reflejado una caída, pero igual el IPMP continúa situándose casi 20% por encima del promedio histórico de la serie. Para lo que resta del año se prevé que el precio de los *commodities* se mantenga firme, en un escenario de todavía elevado crecimiento mundial y demanda sostenida de China y de los países industriales.

En particular, las cotizaciones del complejo sojero mostraron una tendencia descendente en los primeros meses de este año, ante la mejora en las perspectivas de cosecha en América del Sur. En Brasil, el mayor productor de la región, la cosecha de la presente campaña (2005/2006) se ubicaría más de 10% por encima del año pasado, a pesar de los rendimientos menores a los esperados de la zona sur del país, y en Argentina también mostraría un incremento en relación con la campaña anterior, aunque de menor magnitud (ver Sección III). Además, se prevé que el área sembrada de Estados Unidos aumente en relación con la campaña anterior. En este marco, se estima que el *stock* se sitúe en niveles muy elevados en relación con el consumo y esto podría generar una presión a la baja en los precios en los próximos meses (ver Cuadro II.1). Sin embargo, tal como ocurrió en los primeros meses del año, el





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	
		Dic-05	Mar-06	Dic-05	Mar-06
Trigo	636,8	625,2	626,6	145,6	144,9
Maíz	720,4	688,5	694,8	120,6	132,2
Soja	218,8	225,3	227,7	48,9	55,3

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

Fuente: USDA

possible ingreso de fondos de inversión podrían evitar que se registre una caída relevante en las cotizaciones del complejo sojero.

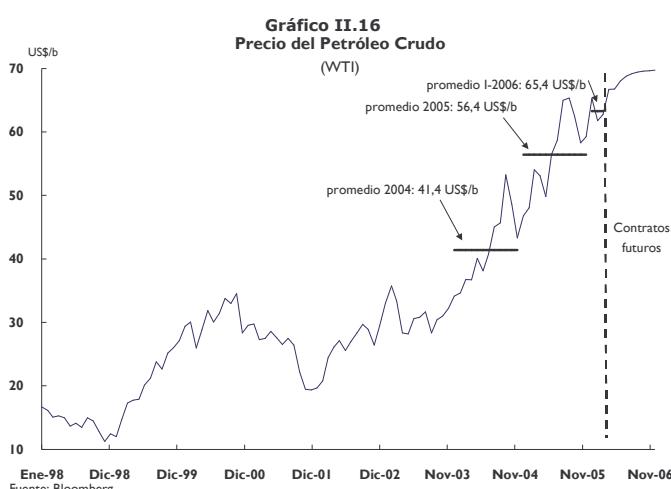
El precio del trigo exhibió un marcado incremento en el primer bimestre de este año, en un marco de caída en la producción esperada en Estados Unidos y en algunos países de Asia (particularmente Rusia y Ucrania) por el efecto del clima. Además, según estimaciones del Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA), el área sembrada de la campaña 2006/2007 sería la más baja de los últimos treinta años. Así, el trigo se encareció 9% en los dos primeros meses del año y mostró en febrero un alza de 19% en relación con el mismo mes de 2005. En este contexto, se espera que en los próximos meses la cotización del trigo muestre una tendencia positiva. Las expectativas de precios también son favorables en el caso del maíz, teniendo en cuenta que se prevé un bajo nivel de stocks con respecto al consumo, en un marco de menor área sembrada en EE.UU. y continuo crecimiento de la demanda para la producción de etanol, entre otros aspectos.

En un escenario de elevada expansión económica global, los precios de los *commodities* industriales mantuvieron una clara tendencia ascendente en los primeros dos meses de 2006. En particular, la cotización internacional del aluminio superó US\$2.450 por tonelada en febrero, su máximo valor de los últimos diecisiete años. Se estima que el precio del metal podría mantenerse en ascenso en los próximos meses, teniendo en cuenta que aún se registran algunas restricciones en la oferta en un contexto de marcado aumento de la demanda, especialmente de China para usar en los sectores de la construcción y el transporte.

Finalmente, el precio del petróleo se mantuvo elevado en los primeros meses del año, a pesar de la baja observada en febrero. El valor del barril de petróleo crudo *West Texas Intermediate* (WTI), que había descendido a niveles inferiores a US\$60 en el segundo mes de 2006, volvió a subir en marzo y superó inclusive US\$67 por barril hacia fin de mes (ver Gráfico II.16). Mientras que las condiciones básicas del mercado no habrían variado significativamente, de los contratos futuros se desprende que el precio podría seguir subiendo en los próximos meses teniendo en cuenta la todavía inestable situación geopolítica en Medio Oriente y las presiones al alza generadas por las operaciones de los fondos de inversión. El continuo incremento del precio del petróleo afectaría el nivel de actividad de la economía global, pero este efecto se vería reducido en la medida que se continúen desarrollando fuentes alternativas de energía que permitan sustituir esa materia prima.

II.6 Flujo de Capitales

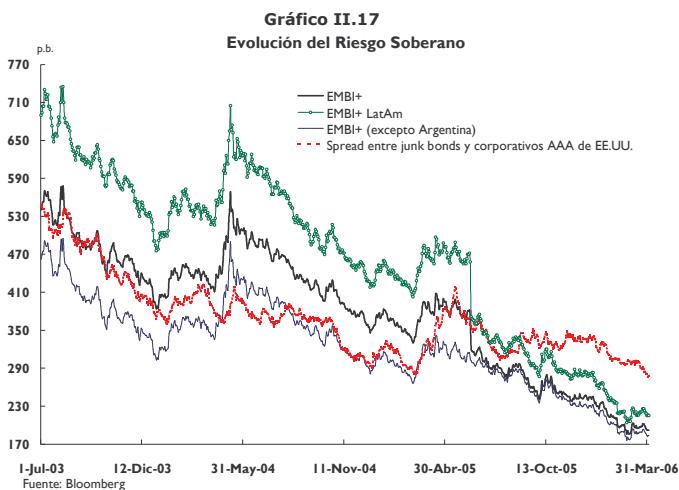
El abandono gradual y desigual de las políticas monetarias expansivas por parte de las principales economías daría lugar a cambios en los mercados financieros mundiales. Si bien el crecimiento del diferencial de tasas está impulsando la apreciación del dólar, esta tendencia podría comenzar a revertirse, lo cual daría lugar a presiones hacia la depreciación de la cotización de esta moneda. De ser así, los ahorros globales podrían tender a posicionarse en otras monedas o a volcarse a sus mercados domésticos, alterando los destinos de los flujos de fondos. No obstante, el impacto del proceso de ajuste monetario sobre los flujos financieros dependerá tanto de las características de la



política monetaria como de la situación macroeconómica de los países que la llevan adelante.

Las subas en las tasas de interés de referencia podrían moderar los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Sin embargo, existen varios factores que contribuyen al mayor influjo de capitales hacia las economías emergentes, y de América latina en particular. Por un lado, los mercados emergentes se encuentran mejor preparados gracias al progreso realizado en diversas áreas. La mejora de los *fundamentals* de América latina (baja inflación, crecimiento sostenido y mejoras en las cuentas fiscales y externas entre otros factores) y la alta liquidez global se reflejaron en la disminución del riesgo soberano que alcanzó mínimos históricos en marzo último (ver Gráfico II.17). Por otro lado, aprovechando las condiciones favorables del mercado financiero global, los países de la región están en un proceso de mejora de las características de su deuda y de disminución de sus *stocks* (ver Apartado 1). Por último, ante los menores *stocks* de las deudas externas de varias economías de América latina, las posibilidades de financiación de la región en el mercado internacional se tornan más favorables dada la búsqueda de los inversores de mantener la composición de riesgo emergente en sus carteras. De esta manera, a pesar de los efectos de los ciclos de las tasas de interés internacionales, tanto las políticas adoptadas por las economías de la región, como el apetito de los inversores, podría morigerar la posible desaceleración de los flujos de capitales hacia América latina.

Finalmente, Argentina enfrentaría en 2006 un contexto internacional favorable. El crecimiento económico mundial luce sólido y más balanceado entre regiones, la inflación subyacente se mantiene contenida, los precios de los *commodities* se encuentran elevados, y el proceso alcista de tasas de interés internacionales se estaría llevando a cabo según lo previsto. No obstante, todavía persisten ciertos factores de riesgo en el contexto internacional entre los que se destacan aumentos adicionales del precio del petróleo, mayores medidas proteccionistas en algunas economías desarrolladas, la posibilidad de una corrección abrupta de los “desequilibrios globales” y una brusca caída de los precios de los activos, principalmente inmobiliarios, que ya muestra algunas señales de corrección gradual.





Apartado 1. América latina aprovecha el contexto internacional para rescatar deuda

Los países de América latina están aprovechando el contexto internacional y los progresos en sus condiciones macroeconómicas regionales para mejorar su posición financiera y lograr que sus economías resulten menos expuestas a posibles vaivenes en el frente externo. Si bien la probabilidad de ocurrencia de una nueva crisis hoy resulta menos probable, Argentina, Brasil, Venezuela, Colombia y México, constituyen casos recientes de países que, aprovechando el buen momento económico, están avanzando en el saneamiento financiero, rescatando deuda, mejorando sus condiciones de financiamiento y realizando pagos anticipados a organismos internacionales. Con estas medidas se está fortaleciendo la región, reduciendo su vulnerabilidad externa y alejando el ingreso de Inversiones Extranjeras Directas (IED).

El saneamiento financiero de la región, junto con otras políticas anticíclicas como la acumulación de Reservas Internacionales, no sólo está apoyado en un contexto internacional de alto crecimiento, reducida inflación y tasas de interés históricamente bajas, sino también en la mejora continua de sus *fundamentals* que vuelven a la región más atractiva, observándose en los últimos años un crecimiento económico sostenido, con menor inflación, en un contexto de políticas monetarias prudentes y mejoras en las cuentas fiscales y externas (ver Cuadro N° 1). Se agregan al mismo tiempo una serie de hechos favorables, como la implementación de reformas (institucionales, tipos de cambio más flexibles y mayor estabilidad de los sistemas financieros), la tendencia a la desinflación mundial que genera menor riesgo de alta inflación interna, abundante liquidez en los mercados financieros que impulsó a que los inversores busquen un mayor nivel de riesgo y la mejora de los términos del intercambio, entre otros factores.

Cuadro N° 1: Variables Macroeconómicas

	2002	2003	2004	2005	2006*	2007*	
PIB							
	(variación % anual)						
Brasil	1,9	0,5	4,9	2,3	3,5	3,6	
México	0,9	1,6	4,1	3,0	3,6	3,3	
Venezuela	-8,9	-7,7	17,9	9,3	6,1	4,1	
Colombia	1,9	3,9	4,8	5,1	4,3	3,9	
IPC							
	(variación % promedio anual)						
Brasil	12,5	9,3	7,6	5,7	4,6	4,4	
México	5,7	4,0	5,2	3,3	3,5	3,5	
Venezuela	31,2	27,1	19,2	14,4	13,3	16,0	
Colombia	7,0	6,5	5,5	4,9	4,6	4,5	
Cuenta Corriente							
	(en % del PIB)						
Brasil	-2,0	0,8	1,8	1,7	0,9	0,2	
México	-2,1	-1,4	-1,1	-0,7	-1,3	-1,8	
Venezuela	8,1	13,6	12,6	18,4	14,6	8,9	
Colombia	-1,7	-1,2	-1,0	-1,6	-1,5	-1,9	

	2002	2003	2004	2005	2006*	2007*	
Resultado Fiscal							
	(en % del PIB)						
Brasil	-4,6	-5,1	-2,7	-3,3	-2,8	-2,0	
México	-1,3	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	
Venezuela	-3,3	-4,3	-1,9	0,6	-1,5	-2,6	
Colombia	-3,6	-2,6	-0,6	-1,1	-1,8	-2,2	
Deuda Externa Pública							
	(en % del PIB)						
Brasil	24,0	23,6	19,0	11,1	9,0	8,8	
México	12,2	12,4	11,7	9,3	8,7	8,3	
Venezuela	24,2	29,9	24,9	22,3	16,2	13,3	
Colombia	28,0	30,6	26,4	18,9	17,0	17,0	
Reservas Internacionales							
	(billones de US\$)						
Brasil	37,7	49,1	52,7	64,2	62,2	59,2	
México	50,6	59,0	64,1	71,3	78,3	79,3	
Venezuela	8,5	16,0	18,4	24,0	25,0	23,5	
Colombia	10,8	10,9	13,4	14,2	14,7	15,0	

Fuente: LFCF y otros

*proyectado

En este marco, muchos países de la región están observando que tienen una oportunidad de reacomodarse financieramente ante al mundo, reduciendo sus *stocks* de deuda, suavizando los perfiles de vencimientos de corto y mediano plazo de sus pasivos, reduciendo la exposición cambiaria de su deuda pública y endeudándose a tasas más bajas. Por ello, recientemente algunas de estas economías han emitido deuda externa denominada en su propia moneda y han comenzado un proceso de rescate y alargamiento de los plazos de vencimiento, entre otras operaciones (ver Cuadro N° 2).

En Brasil, a principios de año el Tesoro Nacional inició un programa de recompra de títulos de deuda pública en circulación en el mercado internacional que incluye bonos *Brady* y títulos con vencimiento antes de 2010, con el objetivo de reducir el flujo de pagos de los próximos años y completar las acciones de desendeudamiento establecidas en los Planes Anuales de Financiamiento. Con el rescate anticipado y la posterior cancelación de los títulos, la deuda pública externa se reduciría en US\$14.699 millones. En abril, el Tesoro Nacional ejercería su derecho al rescate anticipado a la par de los bonos *Brady* aún en el mercado, eliminando el remanente de los títulos surgidos de la reestructuración ocurrida en 1994 (US\$6.634 millones). Así, se ahorrarían pagos en concepto de intereses por US\$344 millones (en valor presente neto según estimaciones oficiales). Para el pago se comprarían Reservas Internacionales al Banco Central de Brasil (BCB), que actualmente superan los US\$59.000 millones (US\$20.300 millones más que un año atrás en términos netos). Dado que al ejecutar el *call* la operación liberaría garantías (en títulos del Tesoro de EE.UU.) por un valor cercano a US\$1.400 millones, las necesidades de utilización de reservas se reducirán hasta US\$5.200 millones aproximadamente. Todo esto se suma al rescate de *C-Bonds* y a la cancelación total de la deuda de Brasil con el Fondo Monetario Internacional (FMI) realizados durante el año pasado, junto con el anuncio de pago anticipado de la deuda con el Club de París. El rescate de bonos *Brady* acompaña el proceso de mejora del perfil del pasivo brasileño, que incluye extender el plazo de su deuda y reducir la participación de la deuda a tasa variable e indexada. Esta operación reduce el endeudamiento externo sin incrementar la deuda interna y sin recurrir a la emisión monetaria que podría traer presiones inflacionarias. A partir de estas medidas y de un contexto internacional y local favorable, se observaron una caída en el riesgo soberano, una reducción del costo de las captaciones privadas, una mejora en la clasificación de riesgo por parte de las agencias internacionales y un mayor flujo de IED.

Como parte del Programa Nacional para el Financiamiento del Desarrollo 2002-2006, el Gobierno de México realizó en febrero una oferta (licitación por sistema holandés modificado) de recompra y cancelación anticipada de títulos externos y de



emisión de un nuevo bono global en los mercados internacionales. Se recibieron ofertas por US\$11.700 millones de deuda externa correspondiente a 25 bonos y notas denominados en dólares, euros y libras, con vencimiento entre 2007 y 2033. De estas ofertas el Gobierno aceptó sólo US\$3.000 millones, para igualar el monto alcanzado por la emisión de un bono global en dólares con vencimiento en enero de 2017 que financió la operación. Con esta emisión se mejoró la estructura de tasas al alcanzar un diferencial de 105 puntos básicos (p.b.) sobre los bonos equivalentes del Tesoro norteamericano. Esta medida se suma a otras realizadas el año pasado y al pago anticipado de todo el pasivo en títulos *Brady* en 2003.

También el Gobierno de Colombia lanzó en febrero una oferta para cancelar en forma anticipada hasta US\$4.300 millones de deuda externa en bonos y notas denominados en dólares y euros, con vencimiento entre 2006 y 2011. Finalmente se recompraron títulos en dólares y euros por US\$601 millones y la operación estuvo financiada en parte con recursos provenientes del Tesoro Nacional (US\$363 millones) y completada con la emisión de títulos Global TES 15 denominados en moneda local por un monto equivalente a US\$238 millones. Antes del anuncio, la agencia calificadora *Standard & Poor's* había revisado de estable a positivo el *outlook* de la deuda pública nominada en moneda extranjera de largo plazo.

En Venezuela, el Gobierno inició un Plan de Reducción de la Deuda Pública en el mercado externo, que incluye US\$3.900 millones de bonos *Brady* Par y Descuento y US\$852 millones de obligaciones por préstamos multilaterales y bilaterales. De la recompra total de bonos *Brady*, en marzo se rescataron US\$699 millones en bonos Descuento y en abril se rescataron US\$1.638 millones, euros 473 millones y francos suizos 59 millones en bonos Par y Descuento. En esta primera etapa el Gobierno lleva cumplido más de 75% de la recompra de *Bradies* y el remanente se rescataría a lo largo del segundo trimestre. El financiamiento proviene en parte de recursos del Tesoro ya previstos en el plan y se completa con fondos transferidos por Petróleos de Venezuela S.A. (PDVSA) al Fondo Nacional de Desarrollo por desacumulación de activos. Con estos pagos, Venezuela reduce el saldo de su deuda pública de 35,1% del PIB a 31,4% del PIB y se ubica en US\$41.855 millones.

En marzo Uruguay canceló anticipadamente los vencimientos de deuda con el FMI correspondientes a todo este año, por US\$630 millones (27% de la deuda total), operación que se financió con fondos obtenidos en recientes colocaciones de deuda. Con esto, la deuda del país con el Fondo se redujo a US\$1.600 millones a pagar entre 2007 y 2010.

Argentina también ha sacado provecho del favorable marco interno e internacional. En efecto, no sólo continúa acumulando reservas como seguro ante eventuales cambios en el contexto internacional, sino que también a comienzos de 2006 canceló todo su pasivo con el FMI, luego de que lograra en el primer semestre de 2005 concluir de manera exitosa el canje de la deuda pública en situación irregular (ver **Informes de Inflación** del II-05 y I-06).

Con estas medidas, el mercado de bonos *Brady* (que alcanzó su máximo nivel en agosto de 1996 de casi US\$150.000 millones) está muy cerca de extinguirse, a medida que cada vez más países retiran sus bonos del mercado. En América latina, los grandes deudores de títulos *Brady* eran México, Brasil, Argentina y Venezuela. México canceló esa deuda a mediados de 2003. En Argentina, del total de obligaciones en bonos *Brady* no ingresaron al canje sólo US\$300 millones. Asimismo, al completarse las operaciones de Brasil y Venezuela de retiro de bonos *Brady*, el mercado de estos títulos se reducirá en forma importante. En la región, de once países que entraron en el Plan *Brady*, solamente Panamá, Perú y Venezuela quedarían con pequeños remanentes de estos bonos.

Cuadro N° 2: Rescate de Deuda en América latina
(Enero – Mayo 2006)

País	Títulos Elegibles	Monto	Forma	Financiamiento	Fecha de Pago	Objetivo Principal
Brasil	Bonos <i>Brady</i> en el mercado	US\$6.634 M	Recompra a la par	Reservas internacionales	18 Abr 2006	Disminución stock
México	25 bonos y notas con vencimiento entre 2007 y 2033 denominados en US\$, £, Euros	US\$3.000 M,	Oferta	Emisión de bono global en US\$	03 Mar 2006	Mejoramiento de la estructura de tasas
Colombia	Bonos y notas, con vencimiento entre 2006 y 2011	US\$601 M	Oferta	Recursos del Tesoro completados con emisión de deuda	13 Mar 2006	Disminución stock, reemplazo por moneda doméstica y alargamiento de plazos
Venezuela	Bonos <i>Brady</i> (Par y Descuento)	US\$3.900 M	Oferta y Recompra a la par	Recursos del Tesoro y fondos transferidos por PDVSA	1 Mar 2006: US\$699 M 12 y 24 Abr, 19 y 31 May 2006: el resto	Disminución stock

Fuente: Elaboración propia en base a información oficial y de mercado

En síntesis, el provechoso contexto internacional junto con la mejora de los *fundamentals* regionales está permitiendo a las principales economías de América latina avanzar en el mejoramiento de las características de su deuda pública y reducción de su stock, logrando una disminución de la vulnerabilidad. El reflejo de estas mejoras se observa en una caída en el *spread* de riesgo soberano de la región (medido por el EMBI+ Latam), que alcanzó a fines de febrero un mínimo histórico de 204 p.b.. En los próximos meses, los avances logrados se podrían reflejar en una mejora de las calificaciones de riesgo otorgadas a la deuda soberana, pudiendo algunos de estos países acercarse al grado de inversión en el mediano plazo a medida que se consolidan los avances hasta ahora obtenidos. Asimismo, no se descarta que otros países de la región también concreten operaciones de este tipo. Las economías de América latina se encontrarían así menos expuestas a posibles deterioros del escenario internacional.



III. ACTIVIDAD ECONÓMICA

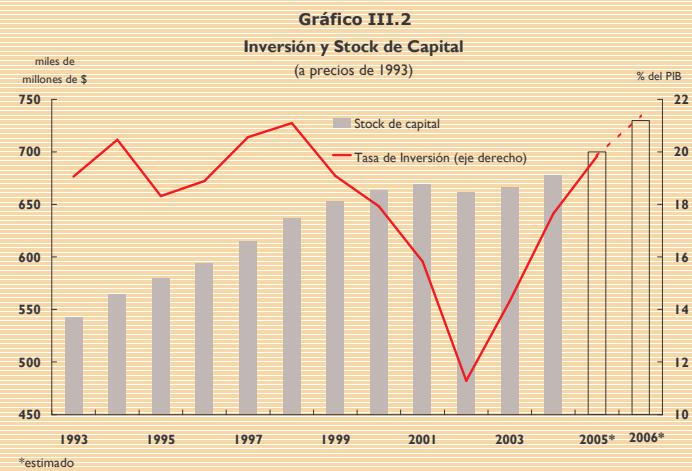
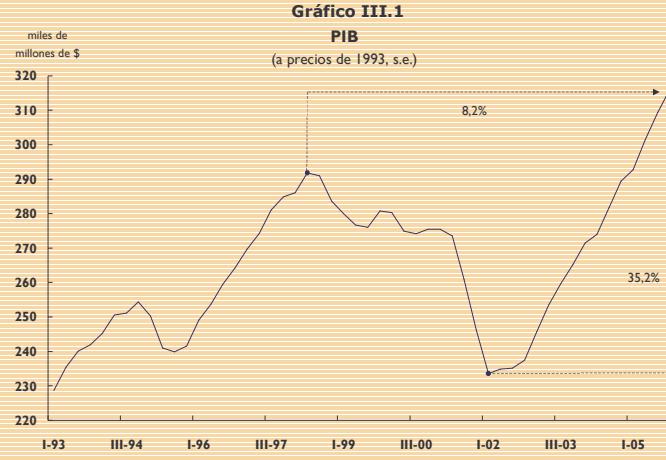
III.1 Síntesis

Los indicadores adelantados correspondientes a los primeros meses de 2006 ponen en evidencia que la actividad económica se habría expandido por decimosexto trimestre consecutivo. Esta evolución favorable del nivel de actividad tiene lugar luego de que el Producto real haya verificado un pronunciado incremento en el cuarto trimestre de 2005, que permitió que el año pasado la economía finalmente creciera 9,2%, dejando un arrastre estadístico para este año de 3,6%, superior al esperado originalmente. Este mayor arrastre estadístico, sumado al destacado incremento de la actividad económica durante el inicio de este año, justifica un incremento en la proyección de expansión real del PIB para 2006 que superaría 7%.

Al igual que en los trimestres anteriores, en el primer trimestre de 2006 la absorción interna continuó impulsando el nivel de actividad, con un buen comportamiento del Consumo Privado, que habría mantenido la tendencia creciente previa impulsado, entre otros factores, por la suba de la masa salarial, la mejora de la confianza del consumidor y la mayor oferta de créditos.

Por su parte, luego del fuerte ascenso observado durante los tres trimestres previos, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) se habría desacelerado transitoriamente en los primeros meses de 2006 a raíz del menor crecimiento de la construcción (vinculado a cuestiones coyunturales), en un contexto donde la inversión en maquinaria y equipos habría continuado expandiéndose significativamente. En este sentido, la IBIF se habría mantenido relativamente estable en torno a los niveles récord del último trimestre de 2005, dando lugar a un nuevo y pronunciado incremento del stock de capital de la economía.

En lo que resta del año, se prevé que ambos componentes de la demanda interna tengan un aporte al crecimiento más balanceado. La recuperación esperada del salario real y del empleo, sumada a la introducción de cambios impositivos, sostendrían un nuevo avance del Consumo Privado. Asimismo, los fundamentos de la Inversión se mantienen sólidos y garantizarían un repunte de la formación bruta de capital, apuntalados por cambios normativos introducidos recientemente por el BCRA, además del avance en la implementación del régimen de Promoción de Inversiones en Bienes de Capital (Ley N° 25.924) y la evolución de la obra pública, a nivel nacional y provincial.



Cuadro III.1
Indicadores de Actividad
(var. % trimestral)

Series desestacionalizadas	I-05 / IV-04	II-05 / I-05	III-05 / II-05	IV-05 / III-05	I-06 / IV-05
PIB	1,1	3,0	2,6	2,1	
EMAE (Proxy mensual del PIB) (*)	1,7	2,4	2,6	2,2	0,2
Indicadores de Oferta					
Industria (EMI) (**)	2,2	1,5	2,1	2,6	0,2
Construcción (ISAC) (**)	3,1	4,3	6,2	7,8	-0,9
Servicios Públicos (**)	3,3	3,7	1,9	4,1	4,4
Indicadores de Demanda					
Consumo					
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (**)	9,5	7,8	5,5	3,6	12,4
Ventas Supermercados (cantidades) (**)	2,3	1,8	0,3	2,5	1,3
Ventas Centros de Compras (cantidades) (**)	2,3	4,2	4,4	4,3	2,8
Ventas de Autos	10,9	4,1	5,9	-1,3	10,7
IVA DIGI a precios constantes	1,5	3,3	2,4	3,5	3,4
Inversión					
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (**)	-1,2	14,2	7,1	2,4	10,2
Construcción (ISAC) (**)	3,1	4,3	6,2	7,8	-0,9
Exportaciones Netas					
Exportaciones (cantidades) (**)	3,5	1,2	3,2	0,7	-1,0
Importaciones (cantidades) (**)	6,8	11,4	-4,5	5,2	6,2

(*) Dato a Enero

(**) Dato a Febrero

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

III.2 Componentes del Gasto

Luego del fuerte avance exhibido en 2005, la actividad económica continuó creciendo en los primeros meses de 2006 aunque a un menor ritmo. En función de la evolución de los indicadores adelantados disponibles, se estima que en el primer trimestre del año la economía se habría expandido 1,2% desestacionalizado (s.e.), tasa similar a la del primer trimestre del año pasado pero algo inferior a la variación promedio del actual ciclo expansivo (2,1% s.e.). La menor tasa de crecimiento estaría vinculada principalmente a una desaceleración transitoria de la Inversión, afectada por el comportamiento de la construcción. En el caso del Consumo, el aumento sería similar al de fines de 2005, en tanto que las Exportaciones Netas (XN) profundizarían su contribución negativa (ver Cuadro III.1). De esta forma, el comportamiento del PIB en el primer trimestre estaría en línea con lo esperado.

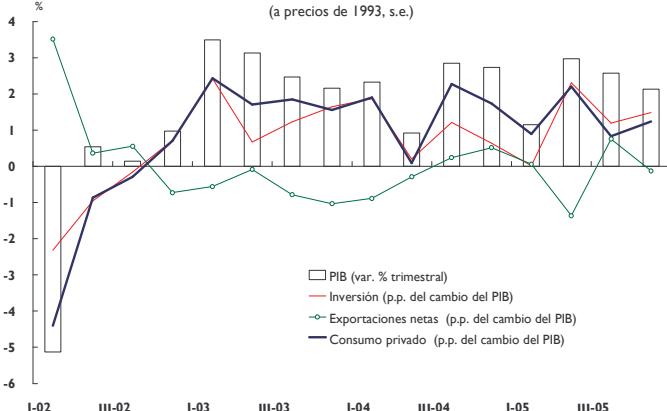
Asimismo, los resultados del PIB correspondientes al cuarto trimestre de 2005 dieron cuenta de que el ritmo de crecimiento económico continuó siendo elevado e incluso por encima de lo previsto. El PIB registró un aumento de 2,1% s.e. respecto al trimestre anterior, finalizando el año con un alza de 9,2% interanual (i.a.), que superó incluso los registros de los años 2003 y 2004, cuando el Producto se expandió 8,8% y 9,0%, respectivamente. De esta manera, el gasto total en bienes y servicios finales acumuló 15 trimestres de crecimiento ininterrumpido y se ubicó 8,2% por encima del nivel alcanzado en el segundo trimestre de 1998, anterior máximo de la serie histórica (ver Gráfico III.1). El máximo también se alcanzó en la serie de valores per cápita en pesos constantes, que en el último trimestre de 2005 se situó 1% arriba del prevaleciente en aquel momento.

El mayor arrastre estadístico de 2005 (de 3,6 puntos porcentuales - p.p.-) y el crecimiento proyectado durante los primeros tres meses del año, permiten proyectar un arrastre estadístico del primer trimestre para 2006 de 4,8 p.p., mayor al estimado previamente. Además, la desaceleración prevista del Consumo sería más lenta que lo estimado en el **Informe de Inflación** anterior. En este escenario, se proyecta que el crecimiento del PIB en 2006 supere 7% i.a.. De concretarse este escenario, la economía argentina crecería por cuatro años consecutivos por segunda vez en los últimos 30 años, con el antecedente de la salida de la hiperinflación, entre 1991 y 1994, aunque la expansión en ese entonces se produjo a una tasa promedio anual inferior a la actual.

Inversión

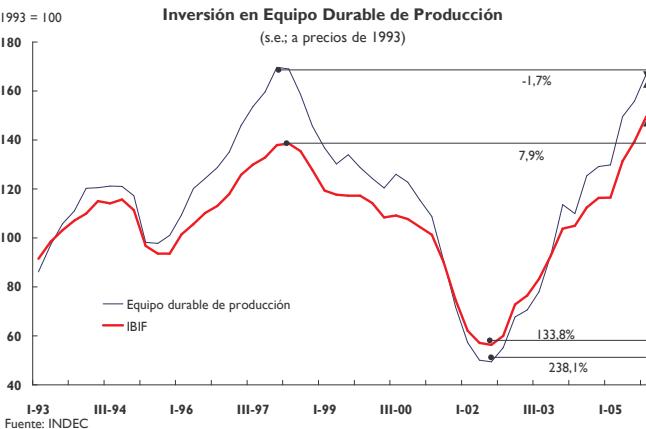
Luego del fuerte ascenso observado durante los tres trimestres previos, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) se habría desacelerado transitoriamente en los primeros meses de 2006 a raíz del menor crecimiento de la construcción, en un contexto donde la inversión en maquinaria y equipos habría continuado creciendo significativamente según surge de los indicadores adelantados (ver Cuadro III.1). No obstante, durante 2005 la IBIF mostró un fuerte incremento de 22,7% i.a., resultando la incorporación de Equipo durable de producción (26,5% i.a.) el componente más dinámico. Por su parte, la Inversión en construcción alcanzó por segundo año consecutivo un incremento significativo (20,5% i.a. en 2005) y acumula desde la salida de la crisis un aumento de 133,8% (ver Gráfico III.4). Con estos datos, en el cuarto trimestre de 2005 la

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

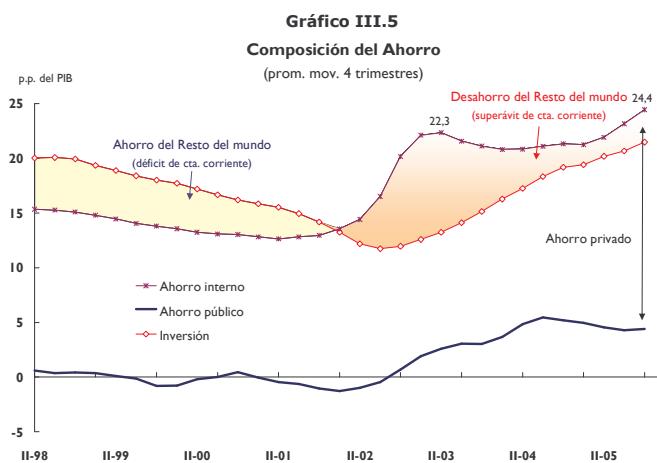


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.4
Inversión Bruta Interna Fija e
Inversión en Equipo Duradero de Producción
(s.e.; a precios de 1993)



Fuente: INDEC



Inversión alcanzó una participación en el PIB de 22,2% en términos reales, ratio superior al correspondiente al año 1998 (21,1% del PIB) y logró un nuevo máximo histórico.

En función del aumento de la Inversión se estima que durante 2005 se habría producido una nueva suba en el *stock* de capital de aproximadamente 3,2%, destacándose el caso del acervo de capital productivo que habría crecido 4,2% (ver Gráfico III.2). La tasa de crecimiento de la formación bruta de capital es superior a la correspondiente a la década pasada, cuando ascendió a 2,6% anual en promedio. En 2006, la fuerte expansión esperada de la IBIF redundaría en un nuevo incremento del *stock*, que permitiría ampliar la frontera de producción de la economía.

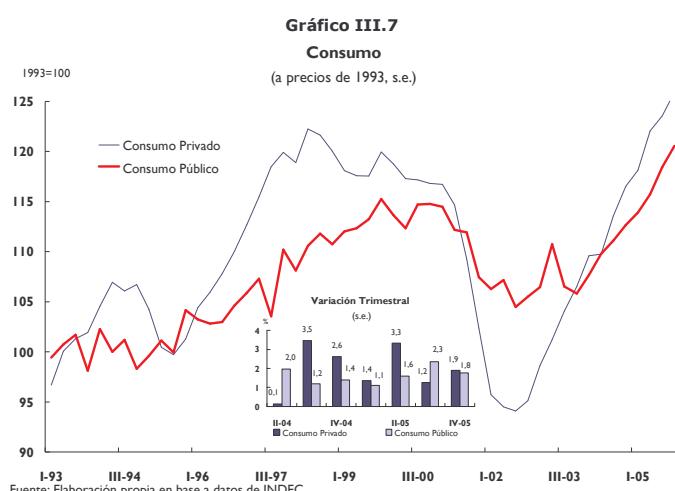
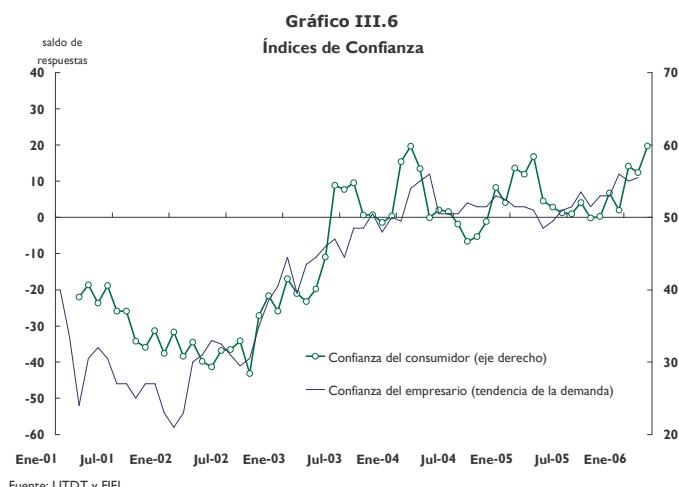
La suba de la inversión en el último trimestre de 2005 continuó siendo principalmente financiada a partir del ahorro interno, situación que se habría profundizado a raíz del mayor desahorro del resto del mundo desde el tercer trimestre. En particular, se observó una fuerte suba del ahorro privado que habría sido acompañada por una mejora en los resultados del sector público con respecto al año anterior de 0,3 p.p. del PIB en ese período (ver Gráfico III.5).

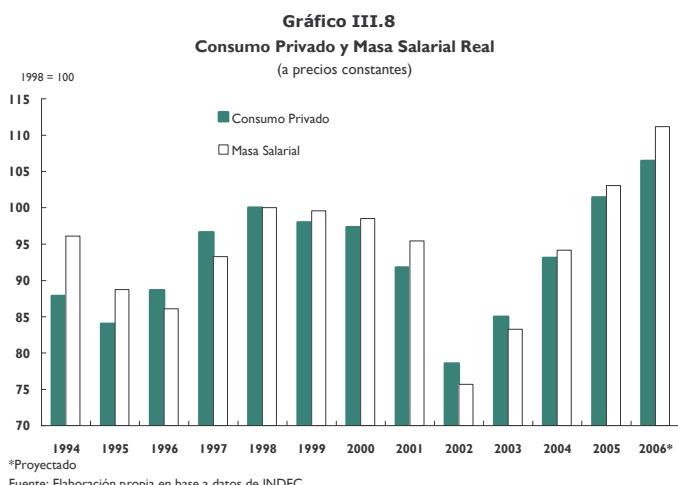
Para los próximos meses se proyecta que la Inversión acelere su ritmo de expansión con relación al primer trimestre, y el año concluiría con un incremento cercano a 16%, levemente inferior al estimado previamente a la luz del comportamiento de la construcción en los primeros meses de 2006. No obstante, la IBIF continuaría motorizando la economía y la Tasa de Inversión alcanzaría un nuevo máximo histórico.

En este sentido, el BCRA dispuso recientemente nuevas medidas para fomentar el financiamiento de la inversión. Los cambios normativos adoptados favorecen un alargamiento de los plazos de los depósitos, posibilitándole al sistema financiero otorgar préstamos a mayor plazo (ver Sección VII). Además, se destaca el avance por parte del Poder Ejecutivo Nacional en la efectivización del régimen de Promoción de Inversiones en Bienes de Capital (Ley N° 25.924) que contempla medidas tales como la amortización acelerada de las inversiones realizadas a efectos del cálculo del Impuesto a las Ganancias, la devolución anticipada del Impuesto al Valor Agregado (IVA) por la compra, fabricación, elaboración o importación definitiva de bienes de capital o la realización de obras de infraestructura. En este sentido, en 2006 se concedieron beneficios impositivos a 19 proyectos de inversión por un valor total de \$1.073 millones, que contemplan un aumento de US\$200 millones de las exportaciones. La suba de las inversiones privadas estaría acompañada por un incremento de la ejecución de la inversión pública nacional a partir de la concreción de las obras energéticas y un aumento en la inversión en viviendas.

Consumo

El Consumo habría mantenido la tendencia creciente en los primeros meses de 2006 impulsado por la suba de la masa salarial, la mejora de la confianza del consumidor y la mayor oferta de créditos, entre otros factores (ver Gráfico III.6). Los indicadores adelantados reflejan un muy buen desempeño en el primer trimestre. Tanto las importaciones de Bienes de consumo como las ventas de automóviles muestran tasas trimestrales de crecimiento de dos dígitos, mientras que la recaudación de IVA medida en





términos reales muestra un aumento similar al registrado en el cuarto trimestre de 2005 (ver Cuadro III.1).

En este escenario se espera que en el primer trimestre el Consumo Privado continúe impulsando el crecimiento del PIB y exhiba un aumento similar al registrado en el último trimestre del año pasado. En este período, el Consumo Privado creció 1,9% s.e. respecto del trimestre anterior, siendo el decimotercer trimestre consecutivo en el que se registra una variación positiva, aunque en el primer trimestre de 2006 fue menor al crecimiento del PIB. Por el contrario, se estima que el Consumo Público continuaría desacelerándose en los primeros meses de 2006, como ya ocurrió en el último trimestre de 2005 cuando tuvo una variación positiva de 1,8% s.e.. Con estos resultados, el año 2005 evidenció un crecimiento tanto del Consumo Privado como del Consumo Público de 8,9% i.a. y 6,2% i.a., respectivamente.

Para el resto del año, teniendo en cuenta el aumento esperado de los salarios reales, en un contexto de reducción de las expectativas de inflación e introducción de cambios impositivos, se espera un crecimiento del Consumo Privado por encima del estimado previamente (ver Gráfico III.8). Asimismo, la desaceleración proyectada del Consumo Público también se realizaría a un ritmo más lento. De esta forma, el Consumo alcanzaría una expansión en torno a 7% en 2006.

Exportaciones Netas

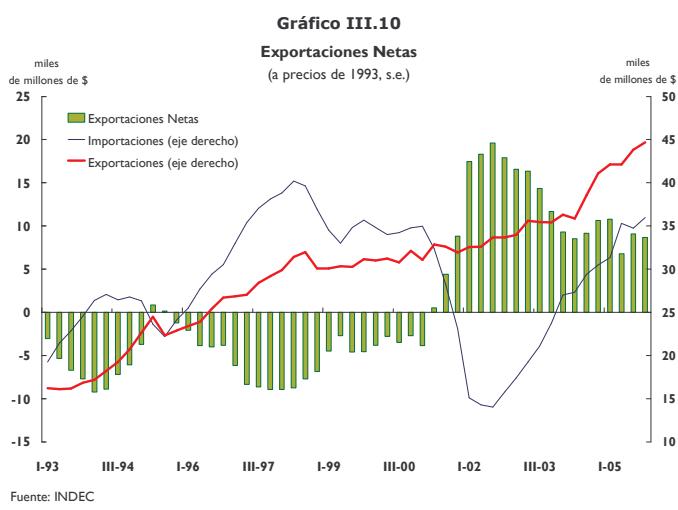
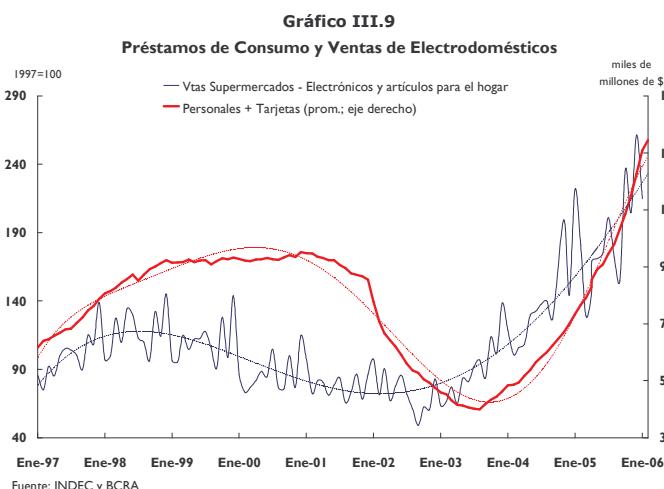
En el primer trimestre de 2006, el aporte negativo de las XN habría resultado mayor al del cuarto trimestre del año pasado a partir de una nueva desaceleración de las cantidades exportadas y un incremento de las importaciones.

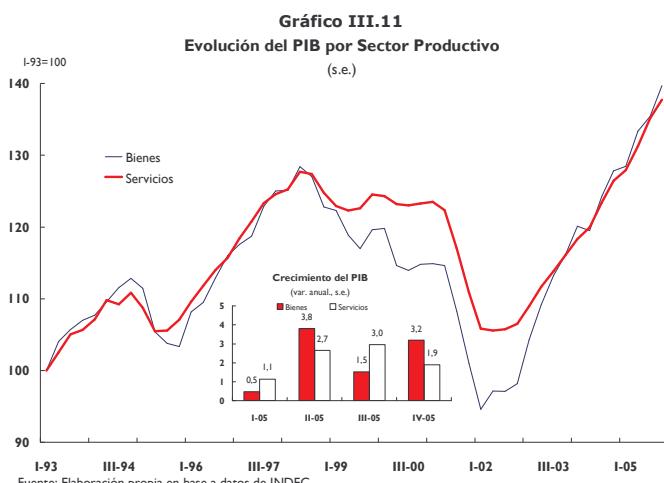
En los próximos meses, la reducción del saldo exportable agrícola (debido a la menor salida de cereales por la caída de la cosecha correspondiente a la campaña 2005/2006) y de algunas ramas industriales provocaría una disminución de la brecha externa. Así, a diferencia de lo ocurrido durante 2005, cuando las XN se mantuvieron prácticamente constantes, en 2006 tendrían una contribución negativa al crecimiento, que sin embargo sería compensada, al menos en parte, por el dinamismo de los componentes de la absorción interna. A su vez, el superávit comercial se mantendría aún en niveles elevados (ver Sección V).

III.3 Comportamiento de la Oferta

Los datos adelantados del primer trimestre permiten inferir una leve desaceleración de la actividad en relación al cuarto trimestre de 2005, a partir del menor aporte de los sectores productores de bienes al crecimiento. En particular, se destaca la menor expansión de la construcción en el primer trimestre, aunque la actividad seguiría ubicándose en valores elevados. Los servicios, por su parte, mantendrían una expansión similar a la del último trimestre del año pasado.

Por su parte, en el último trimestre de 2005 la producción de bienes se expandió a un ritmo de 3,2% s.e. (ver Gráfico III.11). El mayor impulso estuvo concentrado principalmente en el fuerte incremento de la Construcción y la Industria. En el resto de los sectores, la Pesca pudo recuperarse de las importantes caídas de los dos





trimestres previos en tanto que el sector agrícola siguió exhibiendo una reducción en su producción, aunque menor a la del trimestre anterior.

Por su parte, los servicios crecieron 1,9% s.e. en el cuarto trimestre de 2005, por debajo del trimestre anterior (3,0% s.e.). El menor ritmo de crecimiento estuvo relacionado con la reducción de los servicios relacionados con las Actividades inmobiliarias, la Administración pública y defensa y Enseñanza, servicios sociales y de salud. El resto de los servicios continuó exhibiendo un ritmo de crecimiento similar al trimestre previo con la excepción de la Intermediación financiera que registró una aceleración.

Para los próximos meses, los sectores productores de bienes irán acelerando su crecimiento en tanto que la producción de servicios mantendría la tendencia actual.

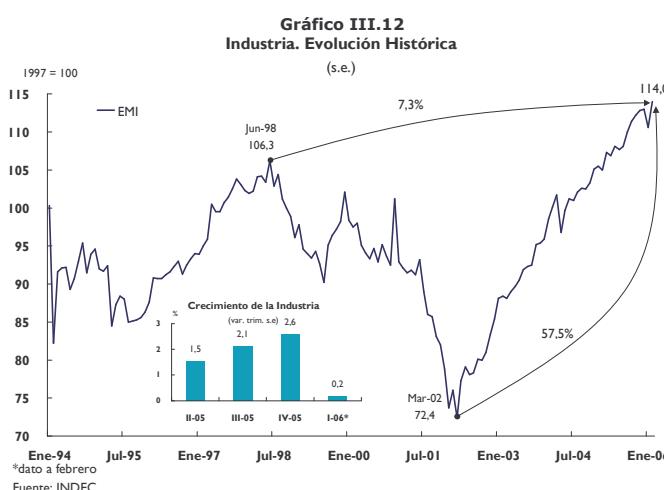
Industria

En los primeros meses de 2006 la industria creció a menor ritmo, luego del fuerte aumento observado a lo largo del año pasado. El Estimador Mensual Industrial (EMI) mostró un incremento de sólo 0,2% s.e. en el primer bimestre, luego de que algunos sectores realizaran paradas de planta como el automotriz (ver Gráfico III.12). A pesar de ello, el incremento en términos interanuales asciende a 6,7% y el actual nivel productivo se ubica en su máximo histórico.

Los bloques que componen la industria mostraron resultados dispares en el trimestre, observándose una menor difusión del crecimiento respecto de los trimestres previos, aunque estos datos no necesariamente marcan un cambio de tendencia dada la importante volatilidad que usualmente presentan los niveles de producción durante los primeros dos meses de cada año. En particular, se destaca el crecimiento observado en Vehículos automotores y Productos de tabaco que fue acompañado por Refinación de petróleo e Industrias metálicas básicas. El resto de los segmentos mantuvo su nivel de producción o exhibió una leve baja (ver Cuadro III.2).

Siguiendo la tendencia del año pasado, la producción automotriz continuó liderando el crecimiento del EMI, con un alza de 11,6% s.e. respecto al cuarto trimestre de 2005. En un contexto de demanda interna y externa en alza, en este sector las perspectivas son favorables, dado que la introducción de nuevos modelos por parte de las terminales incrementará los niveles productivos y reducirá la antigüedad de los modelos manufacturados en el país. No obstante, aún quedan fuentes de incertidumbre, teniendo en cuenta que todavía se debe renegociar el acuerdo de intercambio de autos dentro del MERCOSUR (Política Automotriz Común del MERCOSUR) que vence a mediados de año.

Por su parte, la producción de cigarrillos, mediante la introducción de marcas de menor valor y la reducción durante el verano del precio de sus líneas más importantes, ha logrado una importante recuperación del gasto interno que permitió una suba en los niveles productivos, tras haber sido el único sector que en 2005 registró una caída.

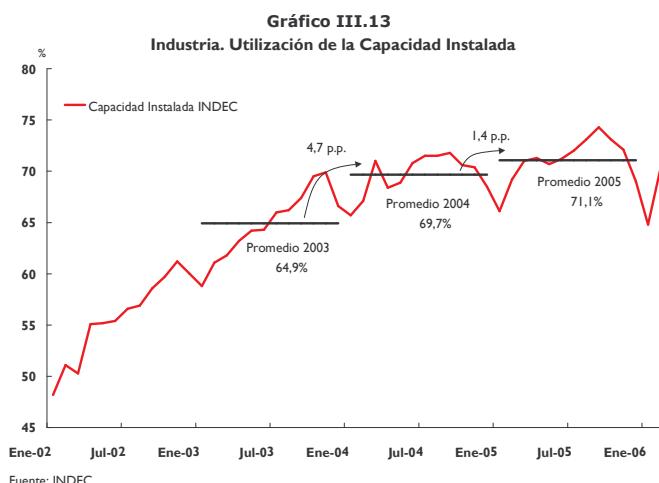


Cuadro III.2
Industria. Evolución Sectorial
(en porcentaje)

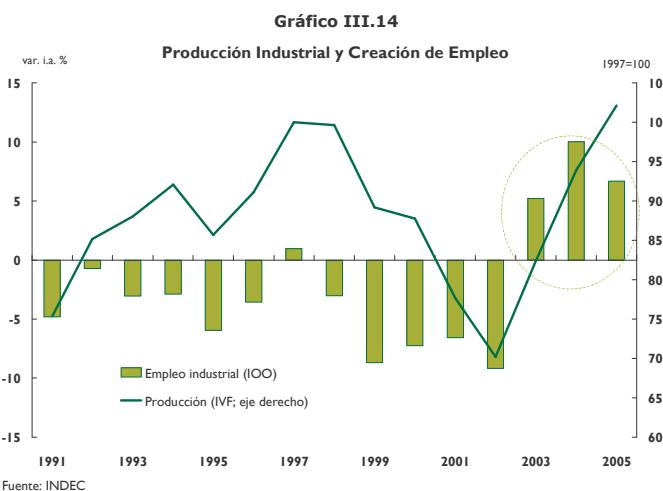
Bloques	Var. trim. s.e.						UCI
	I-05	II-05	III-05	IV-05	2005	I-06*	
Refinación del petróleo	0,1	-3,8	4,5	2,4	-0,1	2,7	93,6
Industrias metálicas básicas	-1,1	1,0	-2,5	1,9	4,5	2,1	90,3
Papel y cartón	0,2	1,6	-0,9	-2,9	4,5	-0,7	76,0
Sustancias y productos químicos	3,6	-0,1	2,4	3,3	7,3	0,1	74,5
Edición e impresión	2,7	3,4	2,3	3,9	9,4	-4,1	73,3
Productos alimenticios y bebidas	5,3	2,1	-0,1	2,5	9,0	0,1	73,1
Productos textiles	2,1	0,3	3,1	3,3	6,2	-1,5	70,7
Productos de tabaco	-3,4	2,2	-3,1	4,8	-6,4	15,5	70,0
Prod. de caucho y plástico	1,9	3,9	3,9	2,3	10,3	-1,8	64,6
Prod. minerales no metálicos	2,1	4,4	5,4	2,6	14,4	0,6	57,1
Resto de la metalmeccánica	3,7	4,1	0,4	0,3	7,4	-1,1	55,8
Vehículos automotores	9,0	-3,3	7,7	5,5	26,7	11,6	32,4
EMI	2,2	1,5	2,1	2,6	7,7	0,2	67,7
EMI sin Autos	2,0	1,8	1,8	2,4	6,8	-0,5	70,7

* dato a febrero

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

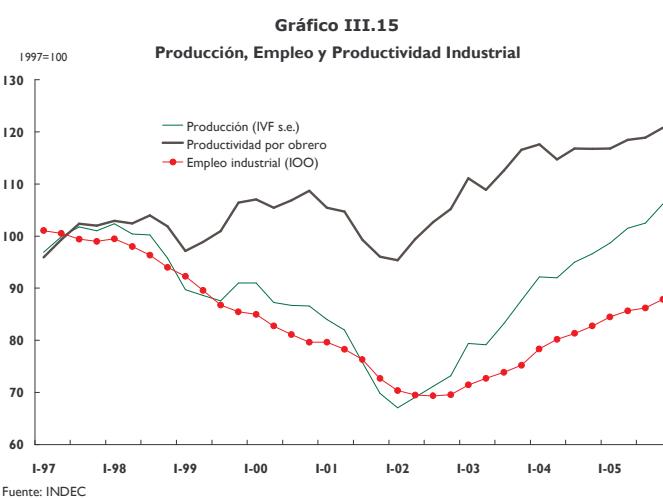


La Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) se ubicó en 67,7% en el primer bimestre, valor similar al observado en el mismo período de 2005. De esta manera, los niveles de UCI se mantuvieron relativamente estables a lo largo del último año a pesar del crecimiento observado en el período, reflejando las mayores inversiones realizadas por las empresas, que según el INDEC permitieron un incremento en la capacidad instalada cercano a 7% (ver Gráfico III.13). Sin embargo, algunos sectores mantienen aún restricciones en su capacidad instalada, como es el caso de Refinería de petróleo e Industrias metálicas básicas que tienen un uso superior a 90%. En este contexto, ambos sectores muestran una caída en sus saldos exportables para abastecer el mayor consumo interno. La reducción de las cantidades exportadas en el primer bimestre con respecto al año previo asciende a 14,1% para los productos refinados de petróleo y de 38,9% para los metales. Sin embargo, el saldo exportable volvería a ampliarse en el sector de metales luego de la maduración en el mediano plazo de las inversiones previstas, mientras que en la producción de refinados las ampliaciones sólo cubrirían el incremento del consumo interno.

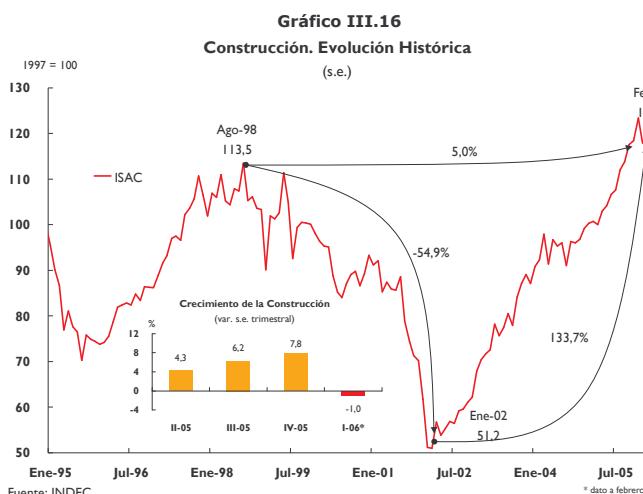


En los próximos meses la capacidad instalada de la industria seguiría aumentando, a partir de la continuidad de los flujos de inversiones en el sector. La consolidación del proceso inversor, favorecido por el Gobierno a través de diversos incentivos fiscales, permitirá abastecer el mercado interno e incrementar las exportaciones industriales. De esta forma, se mantendría el crecimiento de la industria con niveles de UCI similares a los del año pasado.

La favorable evolución de los niveles productivos también se reflejó en el nivel de empleo. En efecto, los resultados del último trimestre de 2005 de la Encuesta Industrial (EI), que releva a un conjunto de empresas medianas y grandes, denotan la continuidad del proceso de incorporación de personal a la industria, a una tasa cercana a 2% trimestral. Así, 2005 culminó con un incremento de 6,7% en la plantilla, aumento superior al observado en promedio en el resto de la economía. De esta forma, la actividad manufacturera acumuló tres años consecutivos generando nuevos empleos, hecho inédito en los últimos quince años. No obstante, el nivel de la mano de obra empleado por la industria aún permanece levemente por debajo de los valores de comienzos de 1998 cuando comenzó a expulsar trabajadores (ver Gráfico III.14).



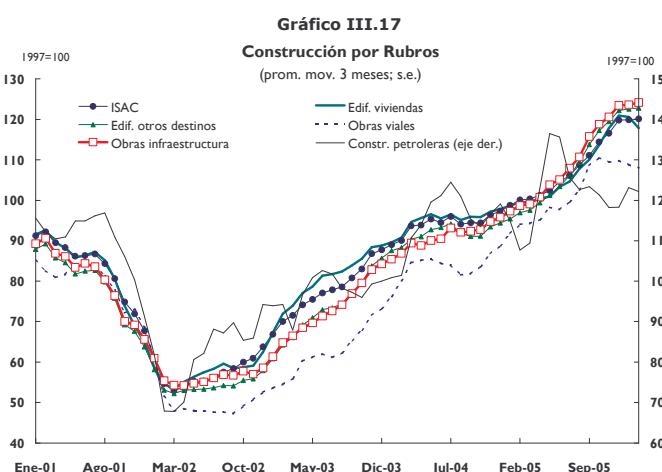
A pesar de la mayor incorporación de personal, la productividad por obrero volvió a crecer por tercer año consecutivo y se ubicó en su máximo histórico. Sin embargo, la ganancia de productividad fue de 2,0% en 2005, la mitad de la lograda en 2004. En el caso de la productividad horaria, el crecimiento acumulado el año pasado fue de 2,4%, 0,8 p.p. más que en 2004. Como en el caso de la productividad por obrero, el nivel de producto por hora trabajada también alcanzó su valor más elevado de la serie. Cabe notar que el aumento de la productividad se dio en un contexto de suba en los valores físicos de producción y de los niveles de empleo, a diferencia de lo ocurrido entre 1997 y 2001 cuando la productividad crecía porque la caída de la producción era menor a la expulsión de trabajadores (ver Gráfico III.15). La continuidad del proceso de crecimiento de la productividad es esencial para permitir una mejora de los salarios sin generar presiones sobre la inflación.



Para 2006, el crecimiento del mercado interno sumado a las buenas condiciones para la exportación, continuarán favoreciendo a la industria, que registraría un importante incremento por cuarto año consecutivo. Así, la expansión estimada en el año se situaría en torno a 7%, incremento similar al de la economía.

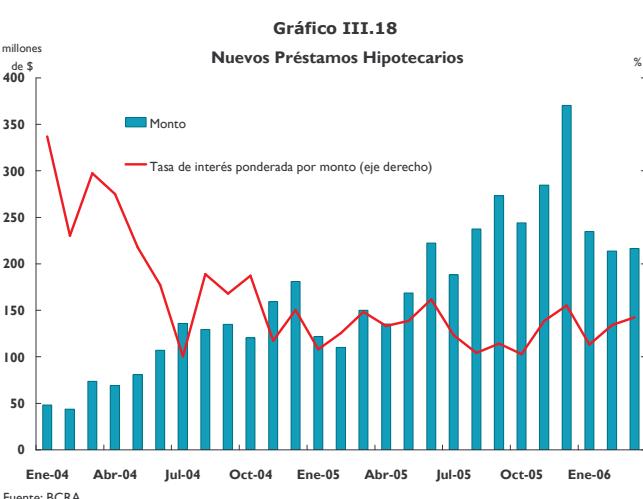
Construcción

Luego de crecer con fortaleza durante tres trimestres consecutivos, en el primer trimestre del año la construcción se vio afectada por cuestiones climáticas y la actividad se habría mantenido estancada. En particular, los datos del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) correspondientes al primer bimestre muestran que el sector acumula una caída de 1,0% s.e. respecto al último trimestre de 2005. Sin embargo, teniendo en cuenta los problemas puntuales que afectaron el desempeño en enero, esta caída no implicaría un cambio en la tendencia del sector, cuyo nivel de actividad se ubica 19,5% por encima del nivel promedio del año pasado y 5,0% por encima del máximo pre-recesión (ver Gráfico III.16).



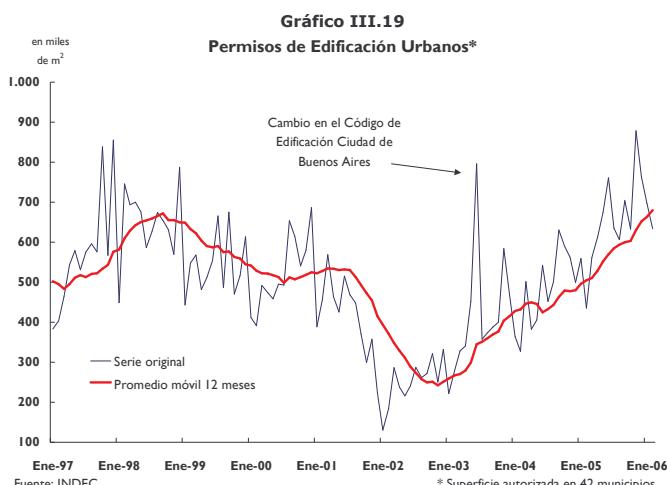
Desglosando el comportamiento por componente, se puede observar que todos los segmentos habrían disminuido transitoriamente sus niveles de actividad, con la excepción de las construcciones petroleras (ver Gráfico III.17).

La construcción de viviendas en los primeros dos meses de 2006, luego de haber crecido a una tasa trimestral promedio de 8,2% s.e. en el segundo semestre de 2005, acumuló una baja de 4,5% s.e. respecto a fines del año pasado. A pesar de ello, las perspectivas continúan siendo favorables, teniendo en cuenta que existe un gran número de construcciones en progreso y que el sector sigue ofreciendo una importante rentabilidad, que incentiva el desarrollo de nuevos emprendimientos. En particular, se destacan los proyectos destinados a las personas de mayor poder adquisitivo y en algunos casos financiados por importantes grupos inversores. Asimismo, el otorgamiento de nuevos préstamos hipotecarios continuó creciendo a lo largo del primer trimestre a un ritmo similar al observado en 2005, con tasas de interés estables (ver Gráfico III.18). La recuperación del crédito permitirá una ampliación de la demanda en un contexto de aumento de los salarios formales.



La construcción de otras edificaciones permaneció prácticamente estable en el transcurso del primer trimestre, situándose muy cerca de los valores más altos de los últimos quince años. Sin embargo, en 2006 este segmento sería uno de los más dinámicos, teniendo en cuenta la escasez de oferta de oficinas y el importante incremento proyectado de los locales comerciales e industriales.

En las obras públicas se destaca la reducción de las obras viales en el primer bimestre, en tanto que las obras de infraestructura se mantuvieron constantes. Así, luego del fuerte aumento de los primeros tres trimestres de 2005, la inversión pública disminuyó su ritmo de crecimiento. En los próximos meses se espera que la realización de importantes obras viales encaradas por medio de financiamiento estatal o privado impulse la actividad, en conjunto con la construcción de obras previstas en el sistema energético.



Finalmente, las construcciones petroleras revirtieron en el primer bimestre de 2006 la caída de los últimos meses de 2005. A pesar de ello, el nivel de actividad se encuentra muy por debajo de los registros máximos del segundo trimestre del año pasado.

En los próximos meses, la actividad continuaría en crecimiento de acuerdo a las expectativas de los empresarios de la construcción. También muestran una tendencia ascendente otros indicadores adelantados, tales como la confianza del consumidor (fundamentalmente en las intenciones de compra de bienes inmuebles), los permisos de construcción otorgados para la realización de obras privadas y la incorporación de empleo al sector (ver Gráfico III.19). En este marco, se prevé que la actividad sectorial continúe siendo uno de los motores del crecimiento económico.

Sector Agropecuario

Tras un excelente 2005, los indicadores adelantados del sector agropecuario no son tan favorables dada la importante caída esperada de la cosecha, que fue la que impulsó la actividad sectorial previamente. En efecto, durante 2005 el sector agropecuario experimentó una fuerte expansión de su valor agregado y finalizó el año en valores récord luego de crecer 11,9% i.a.. La buena campaña agrícola 2004/05 y el incremento en la producción en el sector pecuario permitieron que la actividad contribuyera con 0,5 p.p. a la suba del PIB.

Los problemas climáticos registrados entre fines de 2005 y principios de 2006 afectaron la actual campaña, repercutiendo en su composición y volumen. La sequía ocurrida hacia final de 2005 implicó un cambio en la siembra de distintos granos hacia la soja, que alcanzó una superficie récord en la actual campaña. Por otro lado, la sequía de comienzos de este año también afectó el rendimiento por hectárea en general de la cosecha. Las principales caídas con respecto a la cosecha previa se concentran en cereales, destacándose las mermas de maíz, trigo y sorgo (ver Cuadro III.4). De esta forma, la cosecha actual exhibiría una importante reducción cercana a 11 millones de toneladas (-12,9% i.a.) y alcanzaría un volumen de 74 millones. A pesar de ello, la cantidad cosechada seguiría siendo significativa y se constituiría en el segundo registro histórico (ver Gráfico III.20).

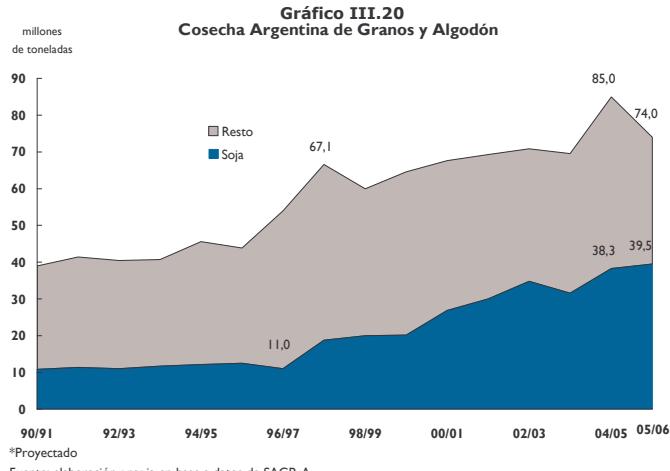
Si bien el sector oleaginoso volvería a crecer a partir de los mayores volúmenes de soja, la mayor disponibilidad de materia prima no sería suficiente para abastecer la ampliación de oferta registrada en la industria, lo que implicaría una caída de la exportación de porotos y una eventual necesidad de importar materia prima de terceros países.

En enero y febrero de 2006, a pesar de la reducción de las cabezas enviadas a faena, se logró una oferta de carne similar al año pasado por el incremento del peso promedio. No obstante, a partir de febrero se notó una importante baja en el volumen faenado, cercano a 5%. La merma fue originada por la sequía del verano y la introducción de medidas de peso mínimo⁴ que impactaron en el mercado, elevando los precios locales. Esta situación impulsó al

Cuadro III.4
Cosecha Argentina de Granos y Algodón

	2003-04		2004-05		2005-06 (estimado)		Var % 2005-06 / 2004-05	Dif. tns 2004-05 / 2003-04
	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
Cereales	34.142	49,1%	41.858	49,3%	30.014	40,6%	-28,3%	-11.845
Maíz	14.951	21,5%	20.483	24,1%	13.800	18,7%	-32,6%	-6.683
Trigo	14.563	20,9%	15.970	18,8%	12.098	16,4%	-24,2%	-3.872
Sorgo granífero	2.165	3,1%	2.894	3,4%	2.000	2,7%	-30,9%	-894
Arroz	1.060	1,5%	956	1,1%	1.040	1,4%	8,8%	84
Cebada cervecería	1.002	1,4%	886	1,0%	796	1,1%	-10,2%	-90
Avena	332	0,5%	536	0,6%	219	0,3%	-59,1%	-317
Centeno	37	0,1%	92	0,1%	29	0,0%	-68,4%	-63
Otros	33	0,0%	41	0,0%	31	0,0%	-24,9%	-10
Oleaginosas	35.098	50,4%	42.658	50,2%	43.647	59,0%	2,3%	989
Soja	31.577	45,4%	38.300	45,1%	39.500	53,4%	3,1%	1.200
Girasol	3.161	4,5%	3.800	4,5%	3.800	5,1%	0,0%	0
Maní	293	0,4%	445	0,5%	274	0,4%	-38,4%	-171
Otros	68	0,1%	113	0,1%	73	0,1%	-35,6%	-40
Algodón	350	0,5%	448	0,5%	315	0,4%	-29,7%	-133
Total	69.590	100%	84.954	100%	73.975	100%	-12,9%	-10.989

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



⁴ Resolución 645/05 de la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentación y sus modificatorias. Dispone un peso mínimo para la faena de animales vacunos.



Gobierno a decidir el cierre de las exportaciones⁵ buscando volcar el excedente resultante en el mercado interno.

Por su parte, la producción de leche cruda aumentó 8,2% i.a. en el bimestre enero-febrero a partir de la mejora de la productividad de los tambos. Esta situación continuó quitando presión sobre los precios, a diferencia de lo sucedido en el primer trimestre del año pasado. La mejora de la productividad es significativa teniendo en cuenta las condiciones de sequía en las que se desenvolvió la actividad en los meses estivales. En este contexto, las exportaciones se mantuvieron en alza y registran en el mismo lapso un incremento de 15,5% en valor y 3,5% en toneladas. El aumento de los valores responde principalmente a un aumento de la participación de los quesos en las exportaciones.

En síntesis, en 2006 el sector agropecuario contribuiría negativamente al crecimiento de la economía a diferencia de lo sucedido el año pasado. Su aporte al crecimiento de las exportaciones también sería negativo teniendo en cuenta que la reducción del saldo exportable agrícola y que el cierre de las exportaciones ganaderas no serían compensados por la mejora de las ventas de los productos lácteos. A su vez, la evolución de los precios de los productos primarios en el primer semestre se mantendría firme con la eventual excepción de la baja de los precios del complejo oleaginoso, teniendo en cuenta las buenas perspectivas de la cosecha de soja en el hemisferio sur.

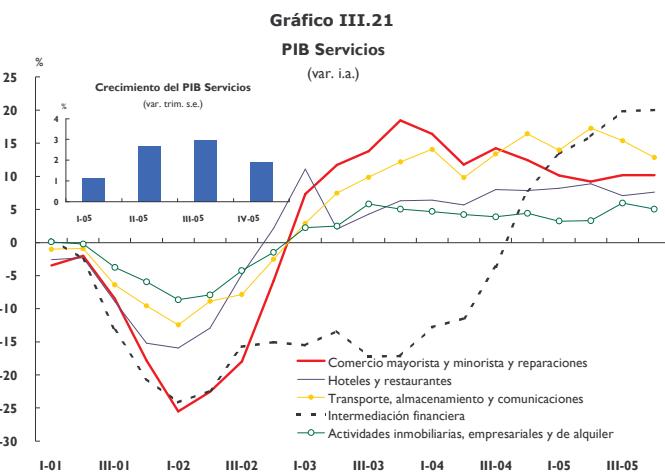
Servicios

En el primer trimestre del año el crecimiento en la actividad del sector servicios habría mantenido un ritmo similar al observado en el último trimestre de 2005, cuando se registró una suba de 1,9% s.e..

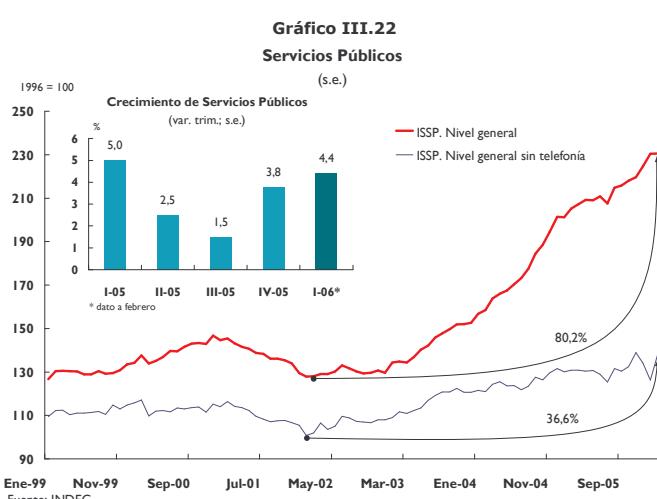
El aumento a fines de 2005 estuvo liderado por la Intermediación financiera (4,3% trimestral s.e.), a partir de la consolidación del sistema financiero, y del Comercio mayorista y minorista (3,5% trimestral s.e.), explicado en mayor parte por el crecimiento del consumo. En 2006 se espera que los sectores productores de servicios vuelvan a mostrar indicadores favorables, en mayor medida, a partir del aumento de los niveles de consumo (ver Gráfico III.21).

Asimismo, el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) subió 4,4% s.e. en el primer bimestre, mostrando una aceleración en su ritmo de crecimiento a partir del significativo impulso dado por los servicios telefónicos con respecto al último trimestre de 2005. El resto de los rubros mostró una tendencia declinante con lo cual, si se sustrajera del ISSP los servicios telefónicos, el indicador hubiera descendido 2,4% s.e. (ver Gráfico III.22).

Los servicios de peajes fueron los que mostraron la mayor contracción en la serie desestacionalizada (2,9% trimestral) seguido por el descenso de 2,1% trimestral s.e. en el transporte de pasajeros. A su vez, el rubro de provisión de Electricidad, gas y agua sufrió una merma de 1,3% s.e. en el mismo periodo, principalmente a raíz de la menor producción de gas (ver Gráfico III.23).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

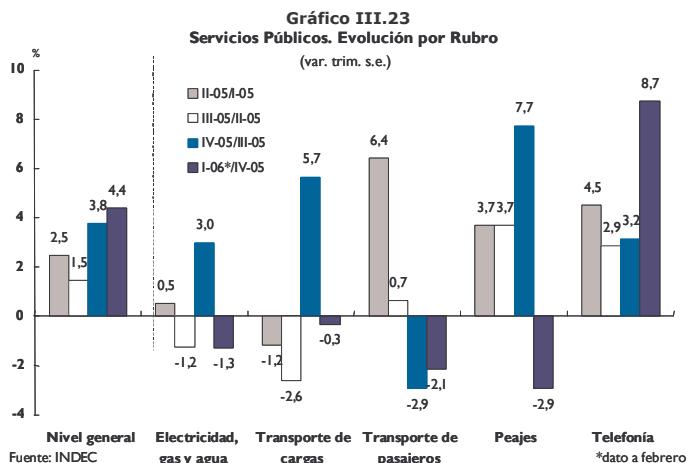


Fuente: INDEC

⁵ Resolución 114/2006 del Ministerio de Economía y Producción.



El Gobierno avanzó con las obras de infraestructura necesarias para lograr la normal provisión de insumos energéticos y de esa manera poder abastecer la creciente demanda de servicios públicos. En esta dirección, el Gobierno continuó desarrollando distintos proyectos de envergadura en las áreas de gas y electricidad, sumado a la conformación de una nueva empresa de provisión de agua.



En el área energética, se conformaron dos fideicomisos para el financiamiento de la construcción de dos nuevas usinas eléctricas, que tendrán una capacidad de generación equivalente a 14% de la energía total entregada actualmente, y se avanzó con las licitaciones para realizar una segunda expansión de la capacidad de transporte de gas que adicionaría 20 millones de metros cúbicos diarios (un sexto de la capacidad actual). Estos proyectos, dada su envergadura, poseen una maduración de mediano/largo plazo, por lo cual en el corto plazo el sistema energético nacional continuaría con restricciones de oferta en la entrega de gas a usuarios interrumpibles y un riesgo contingente mayor si las condiciones climáticas no son favorables. A pesar de ello, los contratos efectuados con Brasil en el sector eléctrico y con Bolivia en el gasífero, permitirían moderar los riesgos pero a un costo más elevado.

En este contexto, es probable que el Gobierno vuelva a implementar el Programa de Uso Racional de la Energía (PURE) a mediados del otoño, retomando los premios y castigos para fomentar el ahorro residencial de gas y de esta forma liberar oferta de recursos hacia las actividades productivas.

Por último, en el primer trimestre el Gobierno cerró diversos acuerdos con empresas privatizadas de distintos sectores. Uno de ellos fue con el sector telefónico, donde se acordó la estabilidad de las tarifas hasta fin de año. Además, concretó acuerdos previos con el sector de distribución de gas que incluían incrementos de alrededor de 15% para industrias y comercios, coincidente con el aumento dispuesto en las tarifas de peaje para motos y autos en los accesos norte y oeste de la ciudad de Buenos Aires. De esta forma, se continuó avanzando con la renegociación, aunque aún restan terminar de negociar 44% de los contratos públicos.



IV. EMPLEO Y SALARIOS

IV.1 Síntesis

La Tasa de Desocupación habría continuado exhibiendo una significativa reducción durante el primer trimestre del año, acompañando la expansión de la economía. El mercado laboral habría seguido así con la tendencia observada en los últimos tres años y medio, cuando la Tasa de Desocupación registró una caída de 14 puntos porcentuales (p.p.), mostrando los menores niveles de desempleo en más de diez años y ubicándose en 10,1% de la Población Económicamente Activa (PEA) a fines de 2005.

Gran parte de la responsabilidad de la caída del desempleo se debió a la importante capacidad de creación de nuevos empleos que mostró la economía en el actual ciclo económico. Durante el año pasado, la cantidad de ocupados registró una suba de 3,4% interanual (i.a.; 5,4% i.a. si no se computan los planes de empleo) y desde la crisis se generaron 2,9 millones de puestos de trabajo.

No sólo se logró mantener un importante ritmo de crecimiento del empleo sino que también se pudo mejorar su calidad. De acuerdo a la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), el incremento del empleo en 2005 se concentró en trabajos formales pero acompañado por una reducción en el trabajo informal. Como corolario, otros indicadores sociales como la pobreza y la indigencia también mostraron significativas mejoras, a pesar de la aceleración verificada en los precios de la canasta básica en la segunda mitad del año pasado. Así, la pobreza se ubicó en 33,8% de la población y la cantidad de personas que perciben ingresos por debajo de la línea de indigencia alcanzó a 12,2% de la población.

Asimismo, la importante recuperación de los salarios reales a lo largo de 2005, a partir del impulso de las negociaciones colectivas y la escasez de oferta verificada en algunos segmentos del mercado laboral, habría proseguido en el primer trimestre del año. En particular, se destaca el alza percibida por el sector privado informal, que logró reducir la brecha respecto al segmento privado formal. En el caso de los salarios privados formales, el aumento sigue la tendencia observada en el último trimestre de 2005, aunque es inferior a la prevista teniendo en cuenta el traslado de las discusiones de los nuevos convenios colectivos hacia el segundo trimestre del año.

Para los próximos meses, será importante el seguimiento de las negociaciones, teniendo en cuenta que, debido a las diferentes realidades sectoriales y en la medida que los eventuales aumentos de salarios no tengan relación con la productividad y rentabilidad sectorial, podrían acentuar las presiones sobre los precios, en especial en los sectores productores de servicios y de bienes menos transables.

Gráfico IV.1

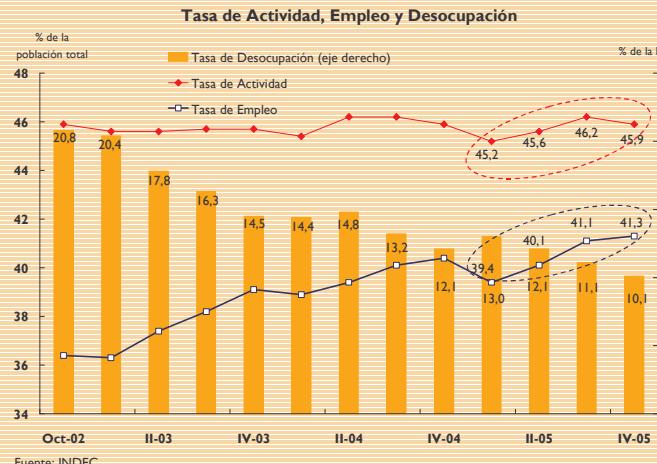
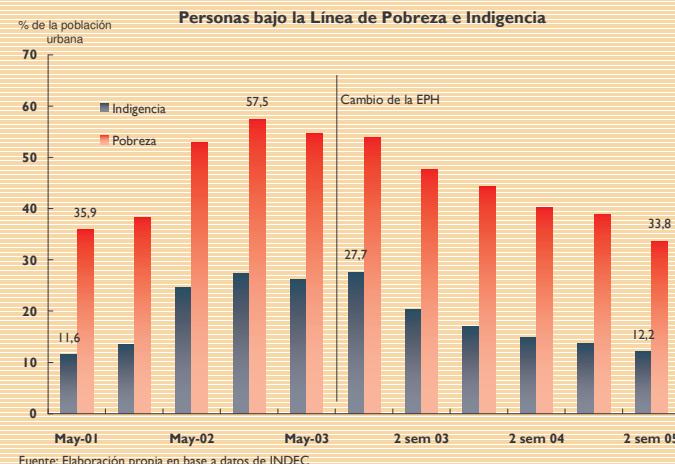
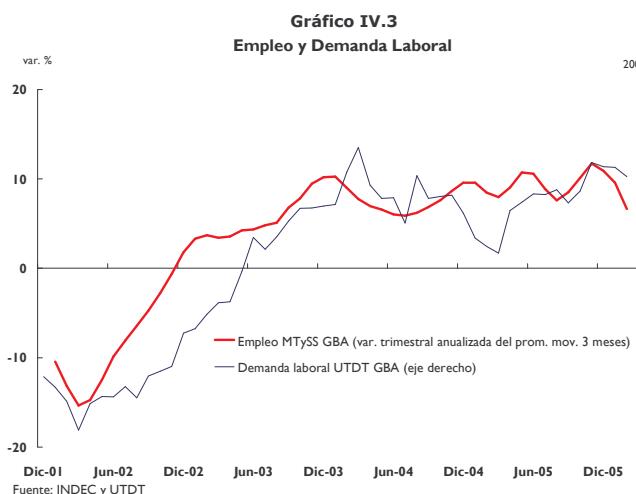


Gráfico IV.2





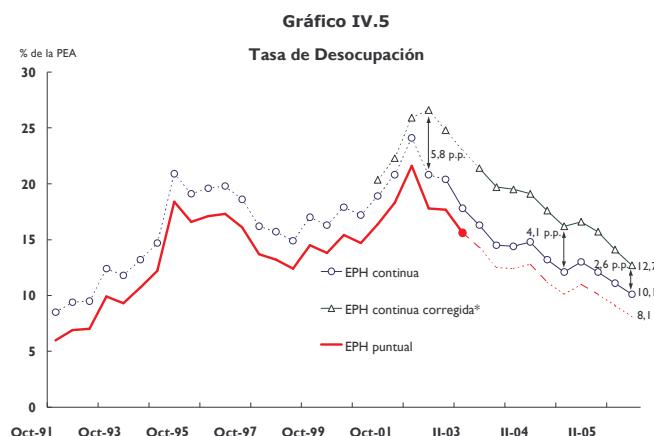
IV.2 Empleo

Los indicadores adelantados de empleo siguieron mostrando resultados positivos en el primer trimestre del año, aunque a un ritmo más lento que en la segunda mitad del año pasado. Si bien por razones estacionales es probable que la Tasa de Desocupación registre un leve ascenso en el primer trimestre (respecto a fines de 2005), en términos interanuales los niveles serían más bajos. De esta forma, el proceso de mejora del mercado laboral seguiría por doceavo trimestre consecutivo y continuaría exhibiendo la misma tendencia positiva de los últimos tres años.

De acuerdo a la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), en el último trimestre de 2005 la Tasa de Desocupación registró una nueva e importante caída de 2 puntos porcentuales (p.p.) frente al mismo período de 2004. El desempleo alcanzó así a 10,1% de la Población Económicamente Activa (PEA, personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo) y se ubicó en niveles similares a los de fines de 1992 (ver Gráfico IV.5). A su vez, la Tasa de Desocupación corregida por planes de empleo⁶ cayó de forma más pronunciada y abarcó a 12,7% de la PEA.

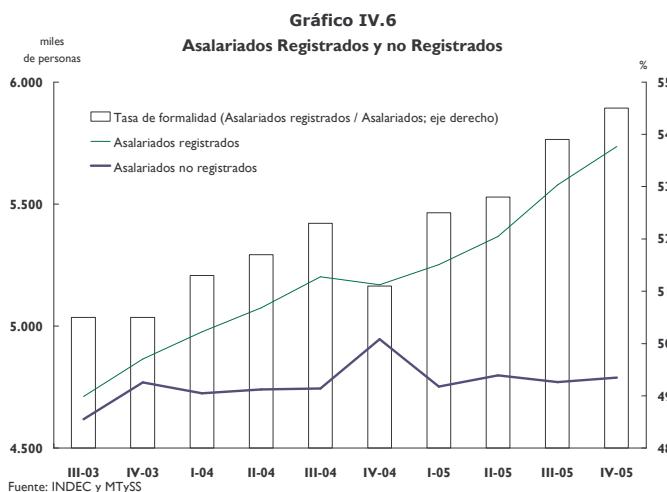
La creación de empleo se mantuvo como el principal fundamento de la reducción de la cantidad de personas desocupadas, teniendo en cuenta que la oferta laboral creció al mismo ritmo que la población y la Tasa de Actividad se mantuvo constante en el cuarto trimestre de 2005 con respecto al año anterior. En los últimos tres meses del año pasado, se habrían creado cerca de 462 mil puestos de trabajo en términos interanuales (i.a.), principalmente en el Gran Buenos Aires (GBA). Así, la cantidad de personas ocupadas en los aglomerados urbanos alcanzó a 14,1 millones⁷ y la Tasa de Empleo llegó a un nuevo máximo de 41,3% de la población urbana total (ver Gráfico IV.1). Por otra parte, los puestos de trabajo excluyendo a las personas que perciben planes de empleo se incrementaron en forma interanual en más de 700 mil en el cuarto trimestre, equivalente a un aumento de 5,4% i.a. (ver Gráfico IV.4).

Si bien la creación de puestos laborales mantuvo una tendencia creciente por tercer año consecutivo, la expansión no se reflejó en una elasticidad empleo-Producto significativa. De acuerdo a los datos del cuarto trimestre, por cada punto porcentual del incremento del PIB, la cantidad de ocupados aumentó en 0,35 p.p. y el año finalizó con una elasticidad similar, por debajo del registro de 2004 que había sido de 0,64. Aún así, la capacidad de generar trabajo si se computan los ocupados netos de los beneficiarios de planes de empleo no habría descendido de forma tan pronunciada. En 2005, la elasticidad empleo corregido-Producto habría sido de 0,54 frente a 0,87 del año previo. Como contrapartida de la diferencia de la elasticidad de empleo-Producto entre la serie original y la corregida por planes de empleo, se observó una mayor convergencia entre la Tasa de Desocupación y la corregida por planes, cuya brecha se redujo 1,5 p.p. durante 2005. En consecuencia, en el cuarto trimestre la brecha entre ambas tasas ascendió a sólo 2,6 p.p., luego de haber alcanzado un valor máximo de 5,8 p.p. a principios de 2003 (ver Gráfico IV.5).



⁶ No considera como ocupados a aquellos que perciben un plan de empleo como ocupación principal.

⁷ Extrapolando los datos de la EPH al resto urbano no relevado por la Encuesta.



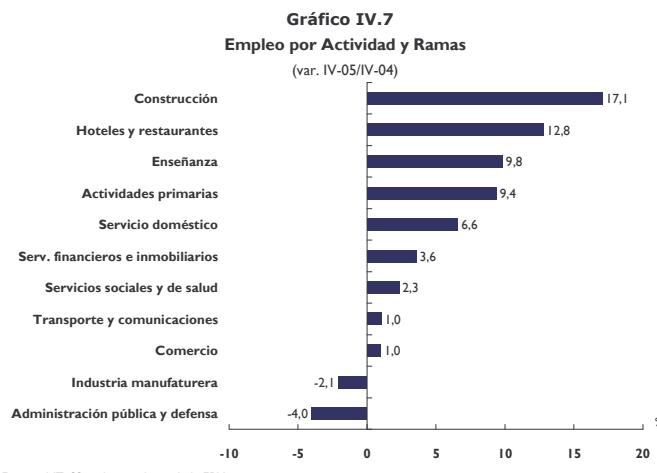
Una característica saliente del mercado laboral en el segundo semestre de 2005 fue la formalización de los asalariados. Mientras que la cantidad de asalariados no registrados cayó 1,5% i.a., el número de trabajadores registrados aumentó 8,9% i.a. (ver Gráfico IV.6). La formalización del empleo permitió que la participación de los empleos informales cayera 3,4 p.p., al representar a 45,5% del total de ocupados en el último trimestre de 2005. La tendencia se acentuaría en el corriente año a partir de diversas medidas tomadas por el Gobierno, como los incentivos otorgados para la formalización de los trabajadores domésticos a partir de la posibilidad de imputar deducciones en el Impuesto a las Ganancias, la simplificación de la inscripción de nuevos trabajadores y la continuidad de los controles del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (MTySS). No obstante ello, posibles cambios regulatorios en la legislación laboral podrían modificar los incentivos a la formalización.

Desde el punto de vista sectorial, los datos de la EPH revelan que por segundo año consecutivo la Construcción lideró la creación de empleo a partir de la fuerte mejoría de su nivel de actividad (ver Sección III), seguida por Hoteles y restaurantes y Enseñanza, con una expansión de 12,8% y 9,8% respectivamente. Las únicas ramas que redujeron su dotación fueron la Administración pública y la Industria manufacturera (ver Gráfico IV.7). En el caso de la Industria manufacturera, el dato no marca una tendencia teniendo en cuenta que en 2005 el empleo creció 3,3% (21,4% acumulado desde principios de 2003) y que otros indicadores de empleo del sector, como la Encuesta Industrial y los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), reflejan importantes incrementos en el año.

El comportamiento de las variables laborales por región continuó siendo positivo y homogéneo, aunque aún persisten diferencias estructurales entre el GBA y los Aglomerados del Interior del País (AIP). La similar reducción de la desocupación en torno a 2 p.p. en el GBA y los AIP mantuvo la brecha entre estas regiones y la Tasa de Desocupación se ubicó en 11% y 8,9% de la PEA, respectivamente. En la Tasa de Empleo, ambas regiones crecieron a un ritmo similar de 0,9 p.p., y la proporción de población ocupada alcanzó a 42,9% en el GBA y 39,3% en los AIP (ver Cuadro IV.1).

Otro rasgo significativo de la fortaleza del mercado de trabajo es el fuerte impacto positivo que tuvo en otros indicadores sociales como la pobreza y la indigencia. En el segundo semestre de 2005, la pobreza alcanzó a 33,8% de la población de los centros urbanos relevados por la EPH y se redujo 5,1 p.p. respecto del primer semestre, a pesar de la aceleración que continuaron exhibiendo los precios incluidos en la Canasta Básica Total (CBT) y en la Canasta Básica Alimentaria (CBA). Simultáneamente, se observó una caída menos pronunciada de la indigencia, que alcanzó a 12,2% de la población relevada, al retraerse 2,8 p.p. frente a la primera mitad de 2005 (ver Cuadro IV.2). Con estos avances, la proporción de personas alcanzadas por la pobreza y la indigencia desde el máximo de la crisis tuvo un descenso de 20,9 p.p. y 15,5 p.p., respectivamente.

A diferencia de lo sucedido en el primer semestre de 2005 cuando la pobreza se mantuvo relativamente estable, en la segunda mitad del año pasado el porcentaje de personas pobres volvió a disminuir de manera pronunciada, a partir del crecimiento del empleo y una



Cuadro IV.1 Encuesta Permanente de Hogares (en %)					
Tasa	IV-04	I-05	II-05	III-05	IV-05
Actividad¹					
Total	45,9	45,2	45,6	46,2	45,9
GBA	48,3	47,4	47,8	48,8	48,3
Interior	43,1	42,7	43,0	43,2	43,2
Empleo¹					
Total	40,4	39,4	40,1	41,1	41,3
GBA	42,0	40,6	41,4	42,9	42,9
Interior	38,5	37,9	38,6	38,9	39,3
Empleo Corregido*¹	38,5	37,7	38,4	39,7	40,1
Desempleo²					
Total	12,1	13,0	12,1	11,1	10,1
GBA	13,0	14,5	13,0	12,0	11,0
Interior	10,8	11,1	10,3	9,8	8,9
Desempleo Corregido*²	16,2	16,6	15,7	14,1	12,7
Subocupación²					
Total	14,3	12,7	12,7	13,1	11,9
GBA	15,8	13,6	14,0	14,3	13,0
Interior	12,3	11,6	11,2	11,5	10,3
Elasticidad³					
empleo-producto	0,51	0,29	0,29	0,39	0,35
empleo corregido-producto	0,68	0,52	0,38	0,61	0,65

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

Cuadro IV.2
Personas bajo las Líneas de la Pobreza y la Indigencia
(en % de la población urbana)

Región	I-Sem-03	II-Sem-03	I-Sem-04	II-Sem-04	I-Sem-05	II-Sem-05
Pobreza						
Total	54,0	47,8	44,3	40,2	38,9	33,8
GBA	52,3	46,2	42,7	37,7	38,0	30,9
Ciudad de Buenos Aires	22,1	21,5	15,0	14,7	13,9	11,5
Partidos del Conurbano	61,3	53,5	50,9	44,4	45,5	36,9
Interior	56,2	49,8	46,6	43,1	39,9	37,2
Indigencia						
Total	27,7	20,5	17,0	15,0	13,8	12,2
GBA	26,5	18,9	15,2	14,0	12,8	10,3
Ciudad de Buenos Aires	8,8	5,8	4,9	4,0	3,9	3,2
Partidos del Conurbano	31,8	22,8	18,2	16,9	15,5	12,5
Interior	29,2	22,4	19,1	16,3	15,0	14,3

Fuente: INDEC

aceleración en el ritmo de incremento de los salarios. En particular, mientras que en el primer semestre la cantidad de ocupados se había reducido levemente (como resultado de un fenómeno estacional vinculado a la menor actividad característica del primer trimestre de cada año), en el segundo semestre se crearon 389 mil puestos de trabajo. Gran parte de los nuevos puestos de trabajo se concentraron en el sector formal de la economía, lo cual prácticamente asegura su salida de las condiciones marginales, teniendo en cuenta que las remuneraciones promedio se ubican por encima de la línea de pobreza.

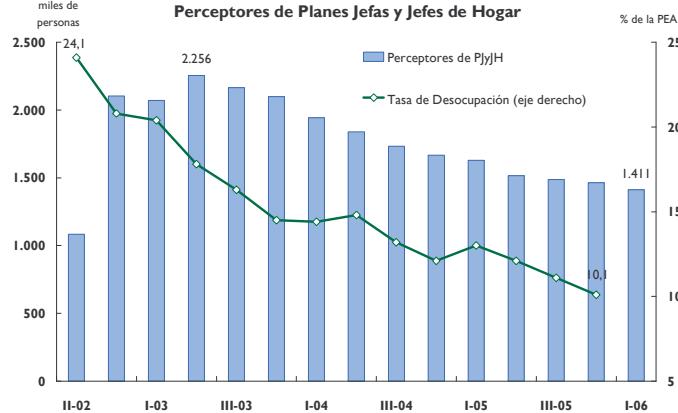
La indigencia mostró nuevamente una retracción, aunque menor a la exhibida en los períodos previos. En el segundo semestre de 2005 la indigencia se redujo 1,6 p.p. (320 mil personas) y en la actualidad 2,9 millones de personas perciben ingresos por debajo de la línea de indigencia. El menor dinamismo se debió, en parte, a la reducida generación de empleo informal, acompañado por un alza promedio de los salarios no registrados (5,4%) inferior al incremento exhibido por la CBA que fue de 6,8% (ver Gráfico IV.2).

La disminución de la pobreza no fue homogénea a lo largo del país, y se concentró mayormente en el GBA, en especial en los partidos del conurbano donde se observó la mayor creación de empleo. Luego de la leve suba verificada en el primer semestre de 2005, la pobreza en el GBA cayó 7,1 p.p. en la segunda mitad del año y representó casi 85% de la disminución total del período. Por su parte, los AIP exhibieron una caída de sólo 2,2 p.p.. En el caso de la indigencia, la reducción fue de 1,6 p.p..

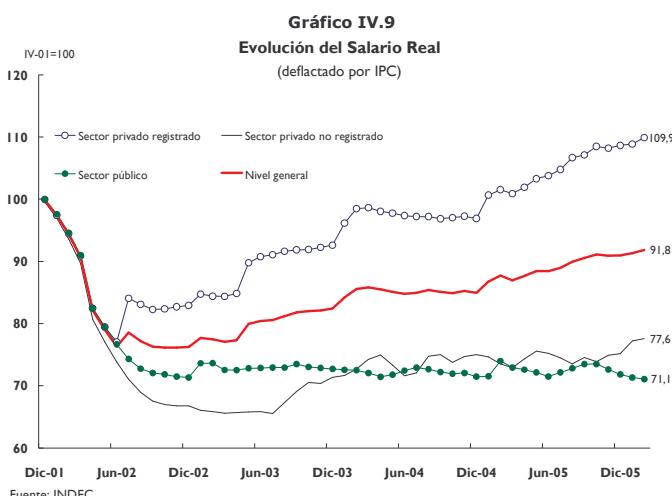
A partir del significativo progreso de los indicadores sociales, el Gobierno decidió avanzar con la reformulación progresiva de la política social (ver Gráfico IV.8). El principal cambio anunciado en el primer trimestre fue la transformación paulatina del Plan Jefas y Jefes de Hogar (PJyJH) en dos programas que apuntan a combatir los problemas de empleo y pobreza de forma separada. Por un lado, se busca ampliar el Plan Familias, que tiene un objetivo asistencial, mediante el traspaso de beneficiarios del PJyJH con escasas posibilidades de acceder al mercado laboral como aquéllas jefas de hogar con dos o más hijos a cargo. Por otro lado, se creó el Seguro de Capacitación y Empleo (SCyE) para capacitar e impulsar el empleo entre los beneficiarios menores de 30 años que cuentan con mayores posibilidades de acceder a un trabajo. En este programa el Gobierno además de capacitación para los beneficiarios, ofrece incentivos a las empresas para su contratación.

De acuerdo a las expectativas oficiales, cerca de 500.000 personas se acogerían al SCyE, en tanto que una cantidad similar de personas podría migrar hacia el Plan Familias. La reformulación de la política social implica una mejora cualitativa a partir del cambio en el objetivo del plan, que inicialmente estaba programado como un alivio social y en la actualidad buscará ampliar las posibilidades de reintegro al mercado laboral. Su impacto en el mercado laboral tendría un leve sesgo alcista en la Tasa de Desocupación, aunque el incremento que se viene observando en el empleo corregido por planes compensaría esta tendencia. Así, la convergencia de las series se podría acelerar en 2006 luego de las modificaciones previstas en los planes de trabajo.

Gráfico IV.8
**Tasa de Desocupación y
Perceptores de Planes Jefas y Jefes de Hogar**



Fuente: INDEC y MTySS



Finalmente, teniendo en cuenta las trayectorias exhibidas en los últimos años por los principales indicadores laborales y luego de la suba transitoria en el primer trimestre, la Tasa de Desocupación continuaría cayendo en el resto del año, proyectándose que a fines de 2006 se ubique en torno a 9% de la PEA, bajo el supuesto que la oferta laboral se incrementaría levemente y la elasticidad empleo-Producto sería similar a la observada a fines de 2005.

IV.3 Salarios

Los salarios reales de la economía habrían continuado con su tendencia creciente durante el primer trimestre del año, con aumentos concentrados en el sector privado de la economía (ver Gráfico IV.9). A la continuidad de la suba de los salarios reales privados formales se le adicionó en el período un fuerte aumento en el poder adquisitivo de las remuneraciones del sector informal. De esta forma, los salarios reales promedio de la economía habrían crecido por encima de 1% en el trimestre (ver Gráfico IV.10).

Las remuneraciones del sector privado formal habrían continuado creciendo, respondiendo principalmente a las negociaciones colectivas. Sin embargo, el incremento habría sido menor al esperado, debido a que las paritarias de un grupo importante de sectores que estaban previstas para el primer trimestre fueron postergadas para el segundo trimestre del año. A pesar de ello, la cantidad de negociaciones colectivas homologadas por el MTySS habrían registrado un importante incremento interanual en el primer trimestre, aunque concentradas en sectores de menor tamaño y empresas.

Actualmente las negociaciones salariales continúan llevándose a cabo desde canales formales, sin un aumento significativo de la conflictividad y en un número importante de sectores (camioneros, ferroviarios, aeronáuticos, bancarios, obreros de la construcción, etc.; ver Gráfico IV.11). Una característica saliente de los nuevos convenios fue su menor plazo de duración, que ahora se encuentra entre nueve meses y un año. Asimismo, el Gobierno decidió incrementar el mínimo no imponible del impuesto a las Ganancias, lo que eleva el poder adquisitivo de los empleados del sector formal y podría facilitar las negociaciones entre las empresas y los sindicatos en los próximos meses (ver Sección VI).

Por otro lado, desde el último trimestre de 2005 se inició una nueva recuperación de los ingresos del sector informal de la economía, que habrían liderado la suba real de los salarios en el primer trimestre de 2006. De este modo, los salarios informales estarían siguiendo la tendencia, en forma más rezagada, de los incrementos en las remuneraciones del sector privado formal. No obstante, se mantiene una marcada brecha con respecto a los salarios formales, que se mantendría relativamente estable en el resto del año (ver Gráfico IV.12). La permanencia de la brecha, de continuar en el tiempo, acentuaría los problemas en el mercado laboral al perpetuar su fragmentación.

A diferencia de lo ocurrido en el sector privado, los salarios nominales del sector público no tuvieron cambios significativos, lo cual determinó una caída en su poder adquisitivo en el último trimestre de 2005. Actualmente los salarios reales del sector público se encuentran en el nivel más bajo desde la devaluación, resultando incluso inferiores a los de 2002.

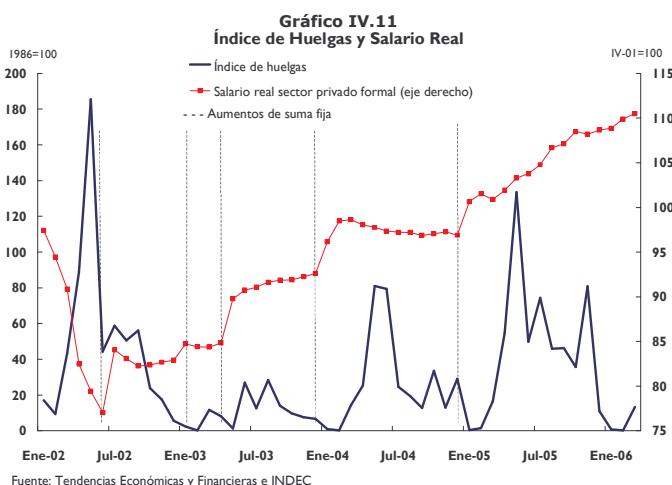
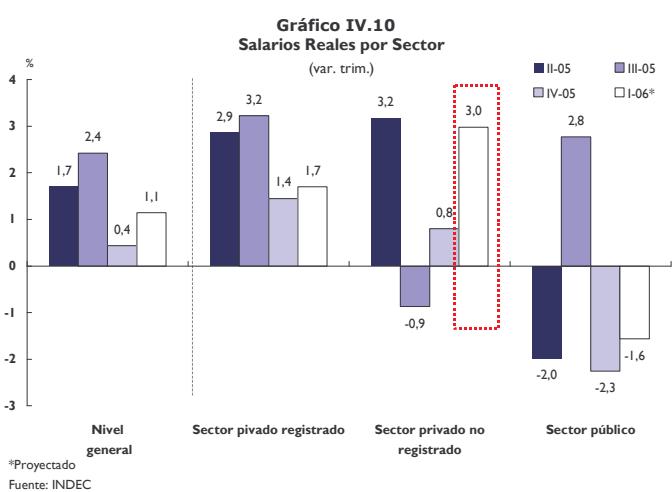
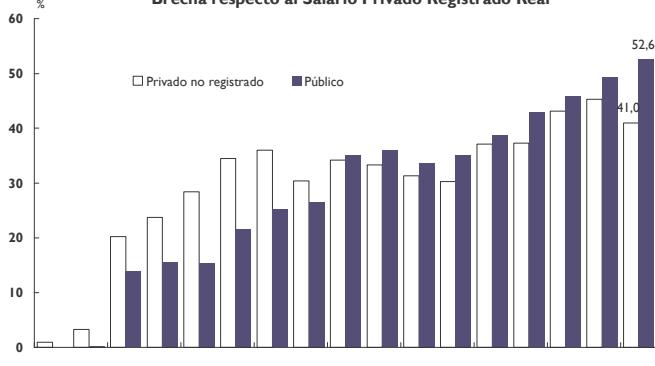




Gráfico IV.12

Brecha respecto al Salario Privado Registrado Real*



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

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Recientemente, el buen desempeño de los ingresos tributarios nacionales y provinciales permitió a algunas provincias otorgar nuevas subas salariales como en Santa Cruz y Buenos Aires. A su vez, el Gobierno dispuso una recomposición de las remuneraciones de los docentes de once provincias (Misiones, Chaco, Formosa, Corrientes, San Juan, Jujuy, Salta, Tucumán, Entre Ríos, La Rioja y Santiago del Estero), implementando un piso salarial de \$840. En los próximos meses se sumarían las subas acordadas recientemente en los salarios de la Administración Nacional.

En resumen, la recomposición de los salarios reales continuó durante los primeros meses del año en un contexto de sostenido crecimiento económico, aunque a un ritmo algo menor al previsto originalmente. Sin embargo, en lo que resta del año se proyecta una nueva mejora de los salarios reales que incluso sería superior a la estimada anteriormente. La política salarial y el resultado de las negociaciones será de importancia como complemento de las políticas fiscal y monetaria para consolidar la reciente mejora en las expectativas de inflación.



V. SECTOR EXTERNO

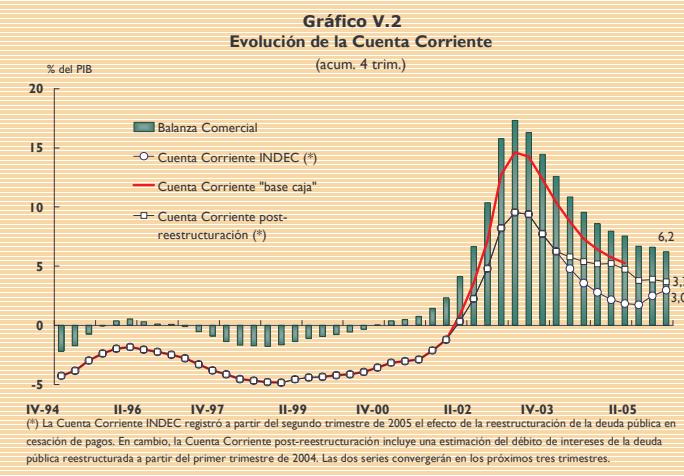
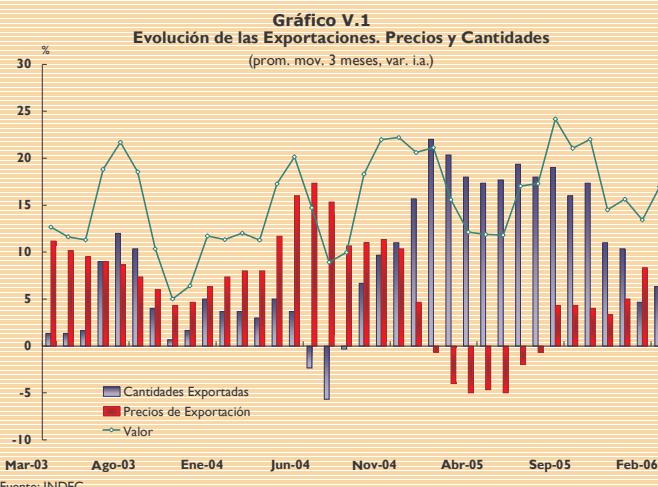
V.1 Síntesis

Si bien las ventas externas siguen registrando un crecimiento de magnitud, comenzaron el año con una desaceleración en línea con lo esperado, lo que permite mantener la estimación de exportaciones por US\$43.500 millones para el corriente año. Este menor ritmo de aumento es explicado fundamentalmente por una merma en las ventas externas de cereales y una desaceleración en las cantidades exportadas de manufacturas industriales, situación que es en parte compensada por el fuerte crecimiento de las ventas de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA). Asimismo, actualmente las exportaciones están siendo impulsadas en mayor medida por los precios que por las cantidades vendidas.

Las importaciones continúan aumentando, aunque se espera una desaceleración con respecto a 2005, consistente con el ritmo de crecimiento del nivel de actividad y con una paulatina disminución de la elasticidad importaciones–Producto. De este modo, se proyecta que las compras externas superen US\$34.000 millones en 2006. El alza de las importaciones sigue siendo liderada por las compras de Bienes de capital, que continuarán incrementándose a tasas elevadas en los próximos meses a partir del esperado crecimiento de la incorporación de equipo durable al proceso productivo.

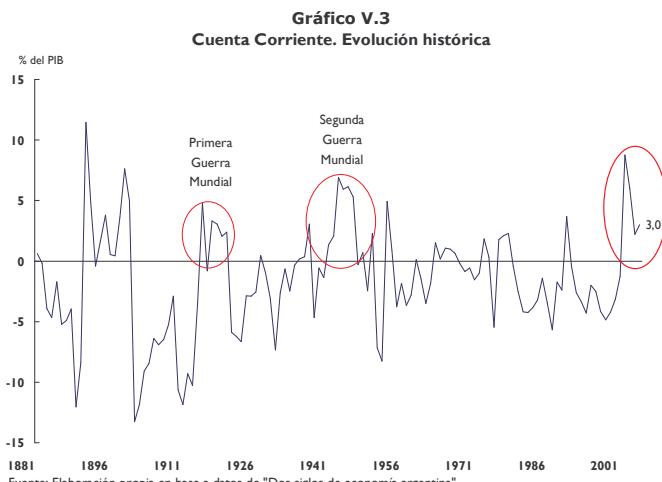
Así, en 2006 el superávit comercial se mantendría en niveles elevados, aunque exhibiría una corrección en términos interanuales que se reflejaría en el saldo de la Cuenta Corriente del año. De todos modos su efecto sería parcialmente compensado por la reducción de los intereses devengados como resultado del canje de la deuda pública en cesación de pagos, que todavía influye en la comparación interanual del primer trimestre de este año. Adicionalmente, se prevé que las exportaciones de servicios continúen creciendo a buen ritmo, proyectándose un superávit en Cuenta Corriente de 2,7% del PIB, levemente inferior al del año pasado.

Durante el primer trimestre de 2006 la Cuenta Financiera verificará el impacto de la cancelación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) que si bien no genera una reducción de la deuda pública nacional, implica el cambio de un acreedor externo por otro interno. Sin embargo, descontando el pago al FMI, la Cuenta Capital y Financiera seguiría mostrando ingresos netos, tanto en el primer trimestre, como a lo largo del año. Esta tendencia se daría a partir del incremento de la financiación externa y del crecimiento de la Inversión Extranjera Directa (IED), que se espera que vuelva a aumentar en 2006, en un contexto de alta liquidez internacional dirigida en parte a los mercados emergentes, aunque no puede descartarse una moderación de este fenómeno (más allá de su baja probabilidad de ocurrencia).





V.2 Cuenta Corriente del Balance de Pagos



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

	2003	IV-04	2004	I-05	II-05	III-05	IV-05	2005
Cuenta Corriente (*)	7.982	392	3.278	83	1.779	2.062	1.482	5.407
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	6,2	1,0	2,2	0,2	3,7	4,4	3,1	3,0
Cuenta Corriente post-reestructuración, anualizada en % del PIB (*)	6,2	3,8	5,2	3,5	3,7	4,4	3,1	3,1
Mercancías	16.805	2.881	13.239	2.754	3.388	3.758	2.813	12.714
Exportaciones FOB	29.939	8.837	34.550	8.423	10.599	10.843	10.149	40.013
Importaciones FOB	13.134	5.956	21.311	5.668	7.210	7.085	7.336	27.300
Servicios	-1.397	-293	-1.666	-524	-572	-416	-154	-1.666
Exportaciones de servicios	4.224	1.524	5.214	1.616	1.384	1.475	1.867	6.343
Importaciones de servicios	5.622	1.817	6.880	2.140	1.956	1.890	2.022	8.008
Rentas	-7.970	-2.384	-8.922	-2.303	-1.208	-1.434	-1.375	-6.312
Renta de la inversión	7.952	2.379	8.896	2.297	1.189	1.426	1.368	6.280
Intereses	-7.319	-1.718	-6.956	-1.667	-590	-663	-549	-3.469
Pagados	9.932	2.509	9.774	2.475	1.345	1.417	1.400	6.637
Utilidades y dividendos	-633	-660	-1.940	-630	-600	-763	-819	-2.811
Ganados	451	107	627	204	214	230	187	835
Pagados	1.084	767	2.567	834	814	993	1.006	3.646
Otras rentas	-18	-6	-27	-6	-10	-8	-7	-32
Transferencias corrientes	545	188	627	156	163	154	198	671

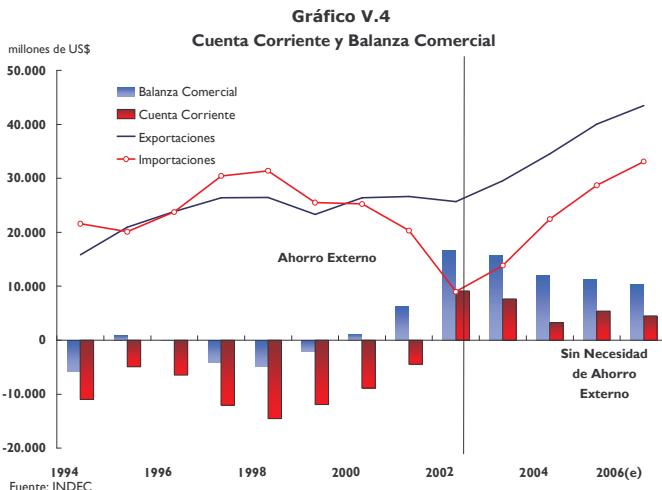
(*) La Cuenta Corriente registró a partir del segundo trimestre de 2005 el efecto de la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos. En cambio, la Cuenta Corriente post-reestructuración incluye una estimación del débito de intereses de la deuda pública reestructurada a partir del primer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

Fuente: INDEC

A diferencia de lo ocurrido a lo largo de prácticamente toda la historia argentina, actualmente el saldo en Cuenta Corriente se mantiene en terreno positivo y en niveles todavía elevados. En efecto, en gran parte de los últimos 130 años, las cuentas externas se caracterizaron por una evolución errática, casi pendular, en la que se sucedían crisis externas que provocaban ajustes bruscos en la Cuenta Corriente (con sus efectos sobre el Producto, el empleo, etc) con períodos de crecimiento, que a su vez impulsaban una paulatina erosión del saldo en Cuenta Corriente, sentando, de esta forma, las bases para la nueva crisis externa. En la actualidad, luego de tres años de fuerte crecimiento de la actividad económica, si bien el superávit en Cuenta Corriente muestra una trayectoria descendente, se ubica aún en niveles elevados (ver Gráfico V.3).

El saldo de la Cuenta Corriente en 2005 alcanzó US\$5.407 millones (3,0% del PIB), muy superior al promedio histórico del siglo pasado, estimado en un déficit de 2% del PIB (ver Gráfico V.3). Como se viene destacando en **Informes de Inflación** anteriores, este excedente estuvo afectado por la realización del canje de deuda pública en cesación de pagos, finalizado en febrero y liquidado en junio del año pasado. Así, los datos difundidos por el INDEC incorporan a partir del segundo trimestre de 2005 el efecto del canje, dejando de registrar el devengamiento de los intereses que permanecían impagos en la cuenta Rentas⁸. Una vez corregido por este efecto, el superávit en Cuenta Corriente mostró una reducción de aproximadamente 1,5 puntos porcentuales (p.p.) del PIB, alcanzando 3,7% del PIB (ver Gráfico V.2). Esta disminución estuvo explicada en gran medida por el mayor déficit en la cuenta de Utilidades y dividendos, a raíz del crecimiento de los dividendos devengados por parte de empresas propiedad de no residentes, y en menor medida por la reducción de la Balanza comercial de bienes (ver Gráfico V.4 y Cuadro V.1).

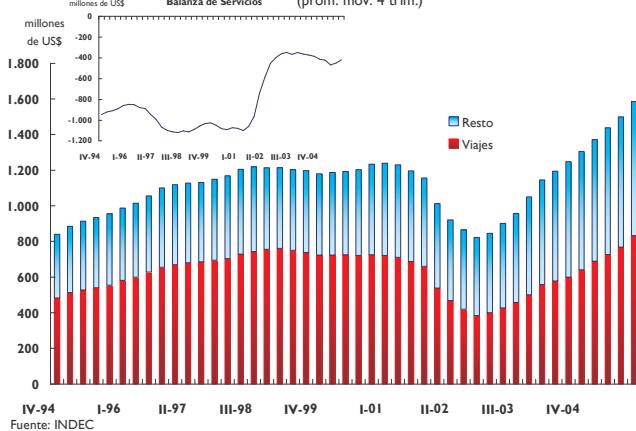
Como se comentó en el **Informe de Inflación** del primer trimestre de 2006, durante 2005 la reducción del superávit comercial fue menor a la esperada por la favorable evolución de las exportaciones de bienes, aunque las correspondientes a los servicios también mostraron un fuerte crecimiento en el año, compensando el aumento de las importaciones. Al igual que en el caso de los bienes, la exportación de servicios alcanzó un nuevo récord histórico en 2005 al totalizar US\$6.343 millones, con un incremento de 21,6% interanual (i.a.). El crecimiento de las exportaciones de servicios fue liderado por la cuenta viajes, que registra el gasto en bienes y servicios locales por parte de los turistas extranjeros. En efecto, a partir del ingreso de un mayor número de turistas (18,4% i.a.) y del incremento de su gasto promedio, los ingresos en concepto de viajes también alcanzaron un máximo histórico, creciendo más de 30% en el año y explicando casi 70% del aumento de las exportaciones de servicios. Como consecuencia de esto, el saldo de la balanza de servicios, aún deficitaria, se mantuvo invariante respecto a 2005 (ver Gráfico V.5).



⁸ Dado que el Balance de Pagos registra las transacciones en base devengado, el devengamiento de intereses de la deuda en cesación de pagos se contabilizaba como un egreso en la cuenta rentas sin importar si los mismos son pagados. Como contrapartida se contabiliza un ingreso en la Cuenta Financiera registrando el financiamiento (involuntario) de los atrasos. Dado que el canje tuvo como efecto una fuerte reducción de los intereses devengados y pagados de la nueva deuda pública externa, se procedió a corregir el saldo en cuenta Corriente por los atrasos de intereses y se incluyó una estimación del débito de intereses de la nueva deuda pública reestructurada a partir del primer trimestre de 2004. De esta manera se pueden llevar a cabo comparaciones que no estén afectadas por el efecto contable de la reestructuración, incluida en las estimaciones del Balance de Pagos a partir el segundo trimestre de 2005.



Gráfico V.5
Exportación de Servicios Reales



Fuente: INDEC

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

Rubro	Enero-Febrero						Contribución %
	2005	2006	Var		Precios	Cantidades	
			Valor	%	Var %	Var %	
Productos primarios	1.000	1.089	89	8,9	14	-5	10,9
MOA	1.746	2.155	409	23,4	5	18	49,9
MOI	1.653	1.735	82	5,0	4	1	10,0
Combustibles y energía	973	1.213	240	24,7	48	-16	29,3
TOTAL	5.372	6.192	820	15,3	10	4	100,0

Fuente: INDEC

En función del importante superávit comercial e incluso previendo un mayor débito en concepto de utilidades y dividendos, se espera que la Cuenta Corriente arroje en 2006 un superávit de 2,7% del PIB, superior a la proyección previa a raíz del mayor crecimiento esperado de las exportaciones de servicios, aunque levemente inferior al registrado el año pasado.

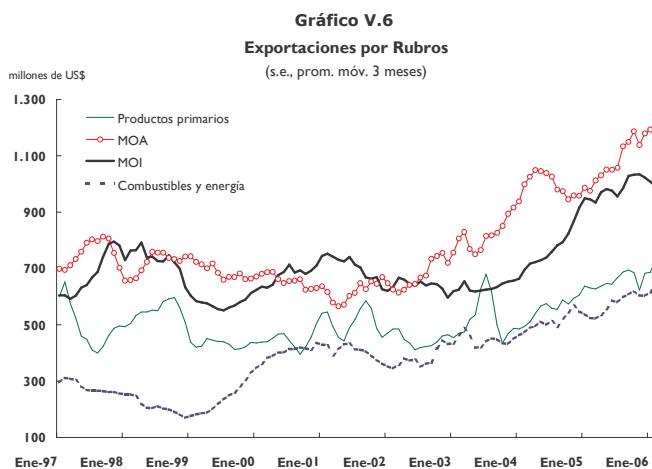
Balanza Comercial⁹

En línea con lo esperado, si bien las ventas externas siguen registrando un crecimiento de magnitud, comenzaron el año con una leve desaceleración. Este menor ritmo de aumento es explicado fundamentalmente por una merma en la salida de cereales y una disminución del crecimiento (en cantidades) de las exportaciones industriales. Sin embargo, esta situación es en parte compensada por el fuerte crecimiento de las ventas de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA).

Adicionalmente, a diferencia de lo observado durante 2005, actualmente las exportaciones están siendo impulsadas en mayor medida por los precios que por las cantidades vendidas al exterior (ver Gráfico V.1 y Cuadro V.2). De hecho, en 2005 las exportaciones crecieron 16% i.a. con un aporte de 15 p.p. de las cantidades conjuntamente con un crecimiento de sólo 1% en los precios de exportación, mientras que durante el primer bimestre de 2006 las ventas externas acumulan un aumento de 15% i.a., con precios creciendo 10% i.a. y cantidades sólo 4% i.a.. Esta evolución tiene origen en la solidez que exhiben las cotizaciones de las materias primas agropecuarias y especialmente industriales, donde varios productos, tales como el acero, el cobre, el zinc, cuentan actualmente con precios en máximos históricos. En este escenario también se destaca el caso del petróleo crudo, cuya cotización se mantiene en niveles elevados y no se espera una disminución de cuantía en un futuro cercano (ver Sección II).

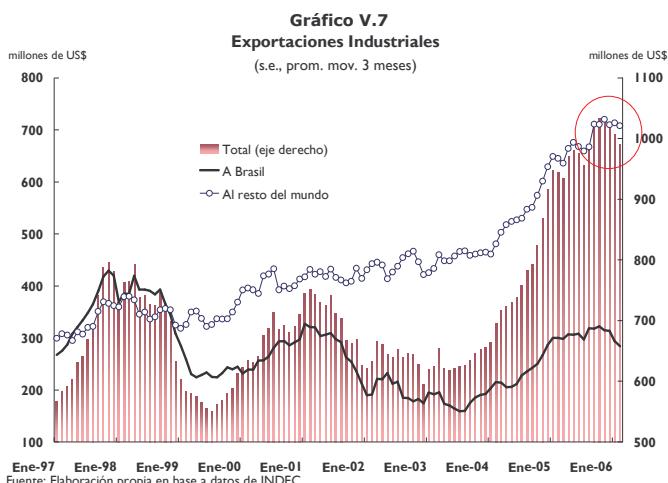
Tal como se preveía, las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) lideran el crecimiento de las exportaciones y acumulan un aumento de 23% i.a. (18% i.a. en cantidades) en los primeros dos meses de 2006. Este desempeño se sustenta en el fuerte crecimiento de la capacidad de procesamiento de soja a partir de la puesta en funcionamiento de varios proyectos de inversión destinados a ampliar la capacidad productiva de la industria aceitera. En particular, más de 75% del incremento de las MOA se explica exclusivamente por la mayor salida de aceite, harina y pellets de soja. A pesar de esto, se espera que las manufacturas agropecuarias sigan registrando importantes tasas de crecimiento a lo largo del año.

Por su parte, la exportación de Productos Primarios (PP) fue afectada por la reducción de la cosecha de cereales, especialmente en el caso del trigo y en menor medida del maíz, estimada en 28% respecto a la campaña 2004/5 (ver Sección III). Esta disminución fue compensada por el crecimiento de los precios de exportación (14% i.a.) y por la salida de existencias acumuladas de porotos de soja en los primeros meses del corriente año. También se destaca el fuerte aumento de las exportaciones de cobre, favorecidas por los precios internacionales más elevados en los últimos 23 años (ver Gráfico V.6).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

⁹ 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.



Cuadro V.3
Importaciones por Uso Económico y Contribución al Crecimiento
(millones de US\$)

Uso Económico	Enero-Febrero						Contribución %	
	2005	2006	Var.		Precios Var. %	Cantidades Var. %		
			Valor	%				
Bienes de capital	841	1.091	250	29,7	-1	31	28,4	
Bienes intermedios	1.537	1.725	188	12,2	5	6	21,3	
Combustibles y lubricantes	172	199	27	15,7	33	-13	3,1	
Piezas y accesorios para bienes de capital	603	762	159	26,4	1	25	18,0	
Bienes de consumo	408	533	125	30,6	4	38	14,2	
Vehículos automotores de pasajeros	187	321	134	71,7			15,2	
Resto	20	18	-2	-10,0	-	-	-0,2	
TOTAL	3.768	4.649	881	23,4	8	21	100,0	

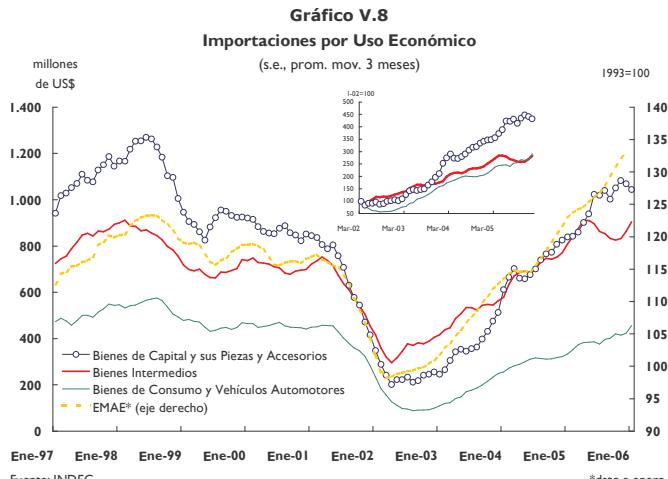
Fuente: INDEC

Asimismo, las exportaciones de Combustibles y Energía siguen exhibiendo un crecimiento “pasivo”, a partir de la fortaleza de la cotización del petróleo crudo en el mercado internacional, ya que las cantidades exportadas continúan reduciéndose. Sin embargo, esta disminución no es homogénea, ya que la exportación de petróleo crudo se redujo en mayor medida que la de combustibles. La razón podría estar vinculada (al menos en parte) a la estructura de las alícuotas de los Derechos de Exportación, que llegan a 45% en el caso del crudo (se trata de alícuotas móviles dependiendo de la cotización internacional del producto) mientras que en el caso de las naftas ascienden a 5%. De esta manera, se incentiva la exportación de productos de mayor valor agregado, favoreciendo la industrialización del petróleo.

Por último, las exportaciones industriales exhiben en lo que va del año una importante desaceleración, sobre todo en términos de cantidades. En efecto, luego de liderar el crecimiento de las exportaciones totales en 2005, las ventas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) acumulan un aumento de 5% i.a. en el primer bimestre de 2005, aunque a partir de una mejora de sólo 1% i.a. en cantidades. Dentro del rubro se destacan las mayores ventas de material de transporte, que además es el producto con mejores perspectivas para los próximos meses, a partir de los niveles relativamente bajos de utilización de la capacidad instalada (UCI). El caso opuesto está dado por la industria metálica, que cuenta con altos valores de UCI y una demanda doméstica creciente, observándose una disminución de las exportaciones de metales comunes y sus manufacturas de 23% i.a. en el período enero-febrero (ver Sección III). En adelante, el crecimiento de las exportaciones MOI estaría ligado estrechamente a la maduración de proyectos de inversión que permitan expandir la capacidad productiva del sector (ver Gráfico V.7).

En materia de perspectivas, se mantiene la estimación de exportaciones por US\$43.500 millones para el corriente año, pudiendo ser revisada a la baja próximamente. Entre otros factores, influye la suspensión de los envíos de carne bovina al exterior¹⁰, aunque esto podría ser compensado (al menos parcialmente) por un nuevo aumento de los precios de ciertas materias primas agrícolas e industriales.

Por su parte, las importaciones continúan aumentando pronunciadamente, aunque se espera una desaceleración consistente con un menor ritmo de crecimiento del nivel de actividad y una paulatina disminución de la elasticidad importaciones-Producto. En particular, durante 2005 esta elasticidad alcanzó 2,2, mientras que en 2003 y 2004 superó 4. Para 2006, la elasticidad estaría en torno a 2. El alza de las importaciones sigue siendo liderada por las compras de Bienes de capital, que exhiben un aumento de 30% i.a. en el primer bimestre. Las importaciones del rubro siguen siendo impulsadas por la entrada de celulares, que ya representan poco menos de 16% de las compras de Bienes de capital, y por el ingreso de maquinaria agrícola (ver Cuadro V.3). Se espera que las importaciones de Bienes de capital continúen incrementándose a tasas elevadas en los meses venideros, en línea con el crecimiento proyectado para la incorporación de equipo durable a la producción. Asimismo, las compras de Piezas y accesorios para



¹⁰ Resolución N° 114/2006 del Ministerio de Economía y Producción.



bienes de capital también muestran una evolución favorable, creciendo 26% i.a., por las mayores importaciones de autopartes.

Por su parte, los Bienes de consumo exhiben cierta aceleración en lo que va de 2006. En efecto, si bien todavía se mantienen en niveles inferiores a los registrados durante la Convertibilidad, la importación de esta clase de productos sigue recuperándose acompañando la tendencia del Consumo Privado, aunque creciendo a mayor ritmo. Luego de aumentar 27% i.a. en 2005, actualmente las compras de Bienes de consumo están creciendo a una tasa de 31% i.a. en el primer bimestre. La importación de vehículos automotores de pasajeros también muestra un importante dinamismo en los primeros meses de 2006 (ver Gráfico V.8).

Al igual que en el caso de las exportaciones, las compras de Combustibles y lubricantes crecen en valor por la combinación de mayores precios de importación conjuntamente con una disminución de las cantidades. Finalmente, la importación de Bienes intermedios muestra una cierta desaceleración creciendo 12% en el primer bimestre de 2006, aunque sólo 6 p.p. del aumento responden a las cantidades. De este modo, se proyecta que las importaciones superen US\$34.000 millones en 2006. Así, en el año el superávit comercial se mantendría en niveles elevados (en torno a US\$9.500 millones), aunque mostrando una disminución en términos interanuales respecto al registro de 2005 (US\$11.321 millones; ver Gráfico V.9).

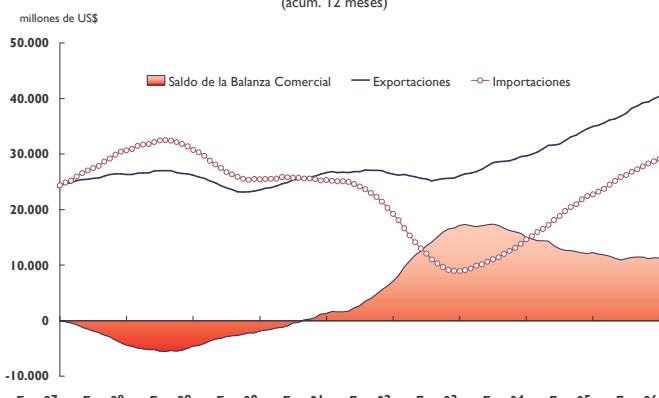
Como sucedió el año pasado se espera que el intercambio comercial resulte superavitario con la mayor parte de los bloques comerciales, con la excepción del MERCOSUR. En efecto, el déficit de Argentina con el bloque comercial continuó ampliándose en 2005 hasta alcanzar un rojo de US\$3.350 millones, más del doble que en 2004. El grueso de ese déficit se explica por el comercio bilateral con Brasil y, a pesar de la mayor competitividad del peso con respecto al real brasileño, el desequilibrio bilateral podría seguir expandiéndose por el mayor crecimiento esperado de la economía argentina.

V.3 Cuenta Capital y Financiera

Descontando el pago al Fondo Monetario Internacional (FMI), la Cuenta Capital y Financiera seguiría mostrando ingresos netos, tanto en el primer trimestre, como a lo largo del año. Esto sería consecuencia del aumento de la financiación externa y un crecimiento de la Inversión Extranjera Directa (IED), que se espera que vuelva a aumentar en 2006, en un contexto de alta liquidez internacional dirigida en parte a los mercados emergentes (ver Cuadro V.4).

En este sentido, durante 2005 la Cuenta Capital y Financiera volvió a registrar un ingreso neto (por primera vez luego de la crisis de 2001) estimado en US\$2.765 millones. El superávit registrado en el año responde principalmente a la evolución de la Cuenta Financiera del Sector privado no financiero, que acumuló en el año un superávit de US\$3.498 millones, en comparación con el leve saldo negativo observado en 2004. De esta forma la Cuenta Financiera del Sector privado no financiero continúa mostrando una tendencia creciente luego de la gran salida de capitales ocurrida entre 2001 y 2003, que totalizó poco más de US\$30.000 millones (ver Gráficos V.10 y V.11). El superávit en el último trimestre de 2005 estuvo

Gráfico V.9
Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial
(acum. 12 meses)

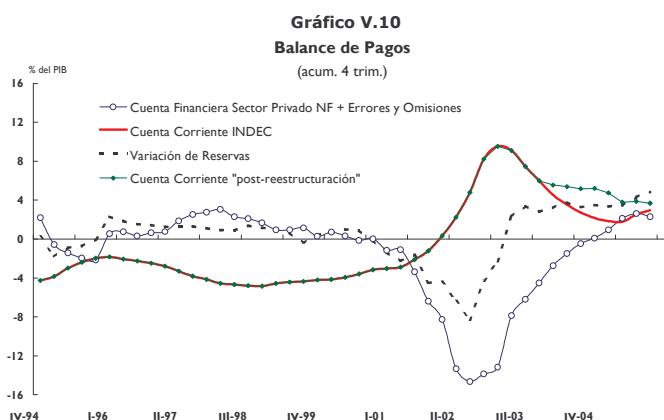


Fuente: INDEC

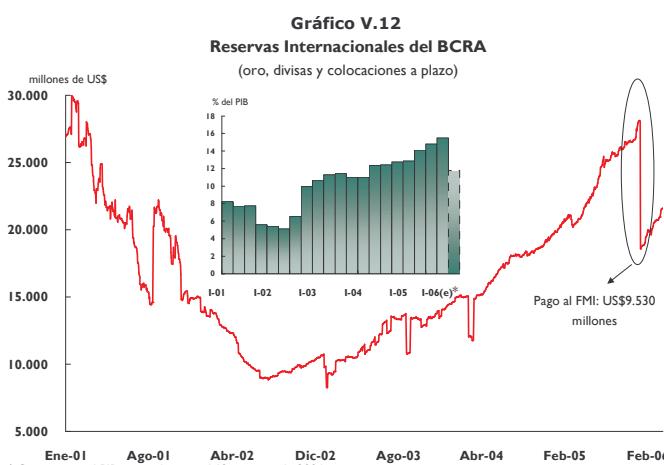
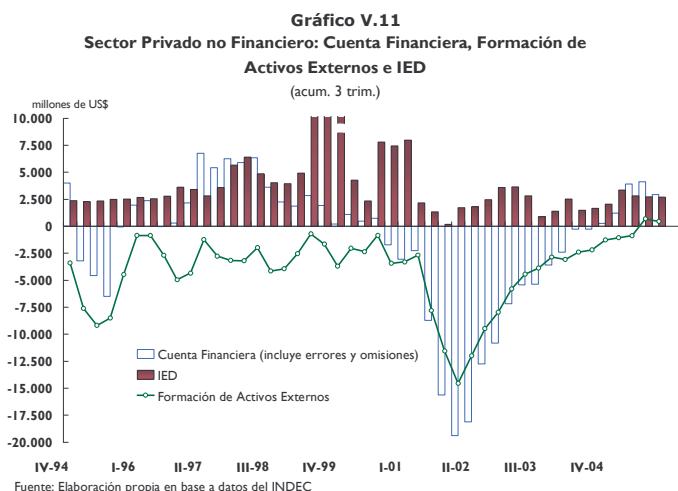
Cuadro V.4
Estimación del Balance de Pagos, Cuenta Capital y Financiera
(millones de US\$)

	2003	IV-04	2004	I-05	II-05	III-05	IV-05	2005
Cuenta Capital y Financiera	-3.173	168	1.782	246	795	246	1.477	2.765
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-2,5	0,4	1,2	0,6	1,7	0,5	3,1	1,5
Cuenta Capital	70	0	43	47	4	36	4	90
Cuenta Financiera	-3.243	168	1.739	200	792	210	1.473	2.675
Sector bancario	-3.001	-1.014	-3.097	-1.814	-1.078	-1.188	-251	-4.332
BCRA	-868	-863	-1.990	-1.105	-990	-776	-27	-2.898
Otras entidades financieras	-2.133	-151	-1.107	-709	-88	-413	-224	-1.434
Sector público no financiero	4.640	1.279	4.952	1.297	-17	1.009	1.220	3.509
Gobierno Nacional	4.738	1.393	5.078	1.300	1	998	1.113	3.412
Sector privado no financiero	-4.882	-97	-116	717	1.888	389	505	3.498
Errores y Omissiones Netos	-1.228	588	259	521	358	253	-447	685
Variación de Reservas Internacionales	3.581	1.147	5.319	851	2.933	2.560	2.512	8.857

Fuente: INDEC



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



impulsado por los ingresos en concepto de IED y por la continua disminución de la Formación de activos externos (menor salida de capitales). Asimismo, si bien se sigue observando una reducción de la deuda financiera de mediano y largo plazo del Sector privado no financiero, se registró un nuevo aumento de la deuda comercial.

La Cuenta Financiera del Sector financiero sigue exhibiendo los resultados del proceso de desendeudamiento que atraviesa el sector desde el año 2001. De esta forma, el año 2005 finalizó con una salida neta de US\$4.332 millones. Este resultado se da principalmente como consecuencia de la cancelación de líneas de crédito y títulos por parte del sector, que no pudo ser compensada por el mayor nivel de IED. Por su parte, la Cuenta Financiera del Sector público no financiero mostró una leve salida neta durante el año pasado (una vez corregidos los datos por el financiamiento involuntario de las atrasos de intereses), principalmente a raíz de los pagos netos a organismos internacionales y por el ahorro provocado por el canje de la deuda pública en cesación de pagos. Estos factores fueron compensados en parte por las colocaciones externas de bonos (mayormente a Venezuela).

Durante el primer trimestre de 2006 la Cuenta Financiera del Sector público verificará el impacto de la cancelación de la deuda con el FMI que si bien no genera una reducción de la deuda pública nacional, implica el cambio de un acreedor externo por otro interno. Ya que el Balance de Pagos registra las operaciones según el criterio de residencia, esta cancelación implicará como contrapartida una salida neta en el período de referencia.

En materia de riesgos, aunque cuenta con una reducida probabilidad de ocurrencia, no puede descartarse un escenario en el que se moderen los flujos de capitales destinados a mercados emergentes a partir de la suba de las tasas de interés de países centrales, entre otros factores (ver Sección II).

V.4 Reservas Internacionales

El BCRA continuó con su política de acumulación de Reservas Internacionales con motivos prudenciales, igual que sucede en otros países de la región. Esto es debido al rol que la acumulación de Reservas Internacionales tiene como mecanismo de garantía, seguridad y confiabilidad, sobre todo en los países en desarrollo. De esta forma, es posible moderar las eventuales turbulencias en el mercado cambiario ante cualquier perturbación que pudiera afectar el flujo de pagos internacionales, disminuyendo la vulnerabilidad externa. Igualmente el país se encuentra actualmente mejor preparado para enfrentar dichos problemas a partir de la solidez fiscal, la flexibilidad cambiaria y una política monetaria prudente y sólida. Así, a fines de marzo, las Reservas Internacionales del BCRA ascendieron a US\$21.549 millones, con una reducción de US\$6.528 millones respecto a diciembre de 2005, explicada por la cancelación total de la deuda con el FMI. Sin contar ese pago, las Reservas Internacionales habrían registrado un aumento de US\$3.002 millones durante el primer trimestre de 2006 (ver Gráfico V.12).



VI. FINANZAS PÚBLICAS

VI.1 Síntesis

En el primer trimestre de 2006 las cuentas públicas nacionales continuaron con el buen desempeño que tuvieron durante 2005. Aunque el gasto primario siguió mostrando una tendencia ascendente, la constante mejora de los ingresos tributarios permitió al Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) acumular un importante superávit primario, que sumó \$3.505 millones en los primeros dos meses de este año, casi \$500 millones superior al registrado en el primer bimestre de 2005.

La recaudación tributaria creció 26% interanual (i.a.) en términos nominales en el primer trimestre, impulsada principalmente por los impuestos tradicionales como Ganancias, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y las contribuciones a la Seguridad Social. En tanto, el gasto primario creció en el período en torno a 28% i.a., sobresaliendo el alza de las transferencias a provincias, que se desaceleraron en comparación con el segundo semestre de 2005.

En un contexto de elevado ahorro público, el Gobierno decidió aumentar el mínimo no imponible del Impuesto a las Ganancias e impulsó algunas modificaciones en los planes sociales. A pesar de que estos cambios reducirían los ingresos y elevarían los gastos en 2006, se prevé que el SPNF alcance la proyección de superávit primario de 3,3% del PIB (\$19.349 millones) incluida en el Presupuesto Nacional 2006, a lo que se sumarían los recursos destinados al Fondo Anticíclico Fiscal.

Como en 2005, en el primer trimestre el Gobierno continuó siendo un factor de contracción de la Base Monetaria (BM) y se espera que esta situación se mantenga en el resto del año. El superávit primario fue suficiente para atender el pago de todos los intereses y parte de las amortizaciones de la deuda pública y el resto de las necesidades de financiamiento fue atendido con colocaciones de bonos en dólares y con el uso de depósitos. Además, la Tesorería General de la Nación canceló Adelantos Transitorios (AT) por \$1.000 millones en términos netos durante el trimestre. Considerando el superávit financiero previsto para los próximos meses, el saldo de los depósitos públicos y las colocaciones de bonos que realizaría el Gobierno Nacional, se prevé que el financiamiento del resto del año esté cubierto.

Por otro lado, el stock de la Deuda Pública Nacional (DPN) ascendió a US\$128.630 millones (aproximadamente 71% del PIB) en diciembre de 2005, mostrando un incremento de US\$3.224 millones en relación con el trimestre previo, aunque mostró un descenso en términos del Producto dado el fuerte crecimiento de la economía.

Finalmente, la evolución del gasto primario y su relación con la cifra de ahorro fiscal que finalmente se destine al Fondo Anticíclico Fiscal sería un aspecto a tener en cuenta en los próximos meses.

Gráfico VI.1
Cuentas Fiscales del SPNF*

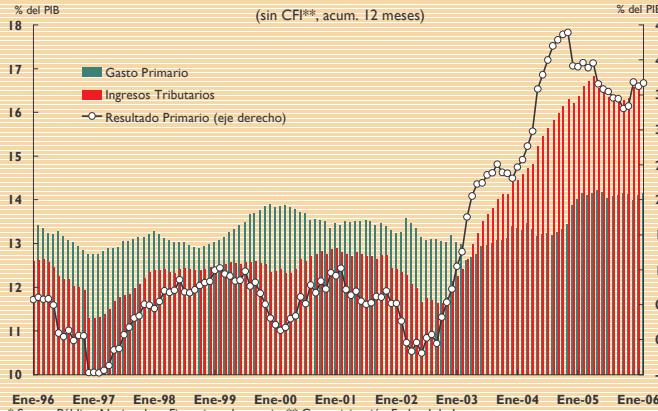
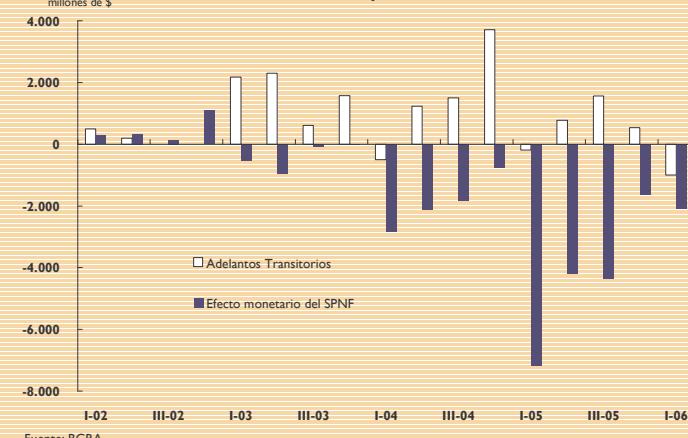


Gráfico VI.2
Efecto Monetario del SPNF y Adelantos Transitorios



VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

Ingresos

Como en los últimos tres años, las cuentas públicas volvieron a reflejar buenos resultados en los primeros meses de 2006. La continua mejora en la recaudación tributaria determinó que el resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se mantenga en niveles elevados, a pesar del aumento del gasto primario.

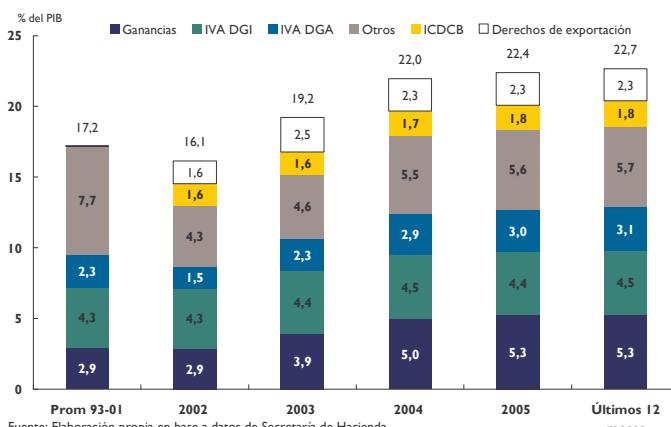
Los ingresos tributarios crecieron 26% interanual (i.a.) en términos nominales en el trimestre, superando considerablemente la tasa de variación de 2005 (21% i.a.), debido principalmente al incremento en la recaudación de impuestos tradicionales como el Impuesto al Valor Agregado (IVA), Ganancias y las contribuciones a la Seguridad Social. Los demás tributos también contribuyeron positivamente al aumento de los ingresos, destacándose los Derechos de Exportación y el Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB).

El buen desempeño del IVA se debió principalmente a la expansión de la actividad económica y al aumento de los precios. Así, la recaudación acumulada del IVA en los últimos 12 meses sumó 7,6% del PIB, subiendo 0,2 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a 2005 (ver Gráfico VI.3). En el primer trimestre, los ingresos por IVA DGI aumentaron 22,6% i.a. y los del IVA DGA subieron 32,9% i.a., impulsados en este último caso por el fuerte crecimiento de las importaciones. En este contexto, los ingresos aduaneros continuaron ganando participación en el tributo, en detrimento de los ingresos de la DGI. Con todo, la recaudación del IVA representó 33% de los ingresos tributarios totales del trimestre y explicó algo más de un tercio del incremento en la recaudación total en el período.

Por otro lado, los recursos del Impuesto a las Ganancias crecieron 26% i.a. en el primer trimestre, representando 21% de la recaudación total del período. El aumento de este tributo obedeció, en parte, al crecimiento de la actividad económica y de la masa salarial, que incidió en los ingresos por anticipos de sociedades y retenciones de los asalariados. En marzo el Gobierno decidió elevar el mínimo no imponible para personas físicas de este tributo y modificar la primera parte de la escala sobre la cual se aplica una reducción a las deducciones¹¹ (ver Sección IV). En términos generales, el nuevo mínimo no imponible para trabajadores en relación de dependencia solteros pasó de \$1.835 neto mensual a \$2.400 y para una familia tipo (cónyuge y dos hijos) pasó de \$2.235 neto mensual a \$3.200. Para el caso de trabajadores autónomos, los mínimos se elevaron a \$1.000 para los solteros y a \$1.800 para un casado con familia tipo. Además, se elevó a \$45.500 anuales el tope del primer segmento de la escala a partir de la cual se aplican reducciones a las deducciones de la ganancia neta y se mantuvo inalterado el resto de los segmentos. Se estima que la medida adoptada por el Gobierno tendrá un costo fiscal en el año de aproximadamente 0,2% del PIB.

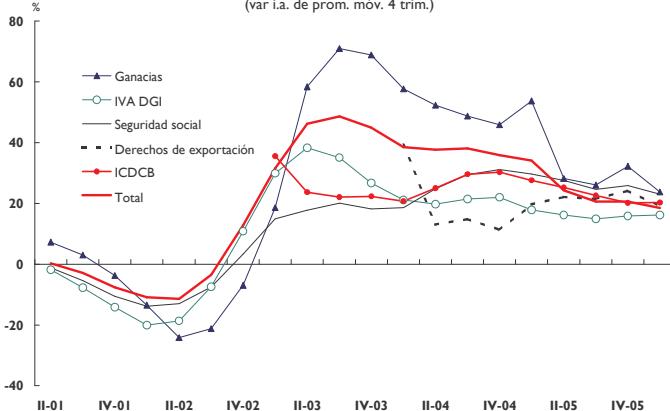
Los ingresos correspondientes a la Seguridad Social mantuvieron en el primer trimestre la tendencia creciente del año pasado,

Gráfico VI.3
Composición de la Recaudación Tributaria Nacional



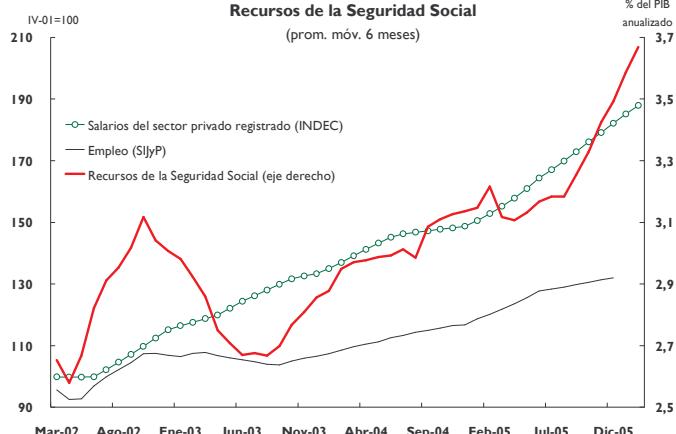
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

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

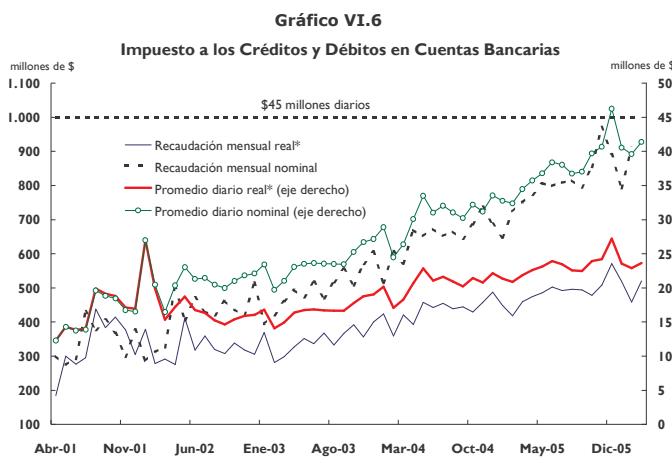
Gráfico VI.5
Recursos de la Seguridad Social
(prom. móv. 6 meses)



Fuente: Secretaría de Hacienda, INDEC y MTySS

% del PIB anualizado

11 Ver Decreto N° 314/2006.



observándose un incremento de 43% i.a. (ver Gráficos VI.4 y VI.5). La suba en los recursos provenientes de estos tributos respondió mayormente al aumento del empleo registrado, a la suba salarial y a la eliminación del límite máximo de la remuneración sujeta a contribuciones que rige desde octubre de 2005.

En tanto, en el primer trimestre del año los ingresos del ICDCB se incrementaron 26% i.a., en un contexto de crecimiento de las transacciones bancarias gravadas y de los montos. La recaudación diaria promedio del trimestre se ubicó en \$41 millones, nivel superior al promedio de 2005 (ver Gráfico VI.6). Así, los ingresos por ICDCB acumulados en los últimos 12 meses alcanzaron a 1,8% del PIB.

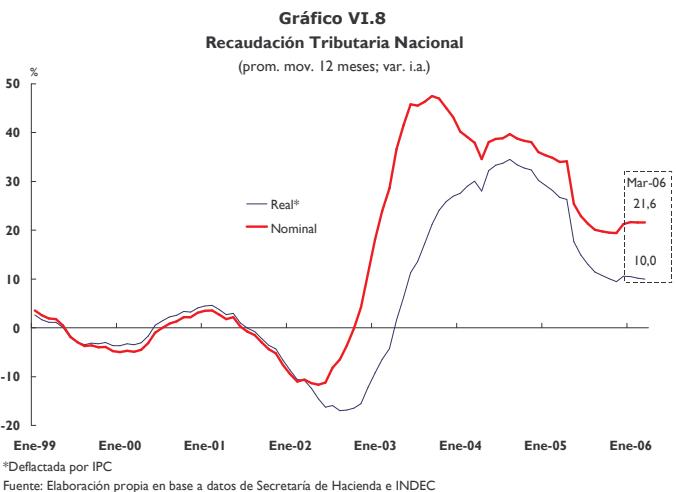
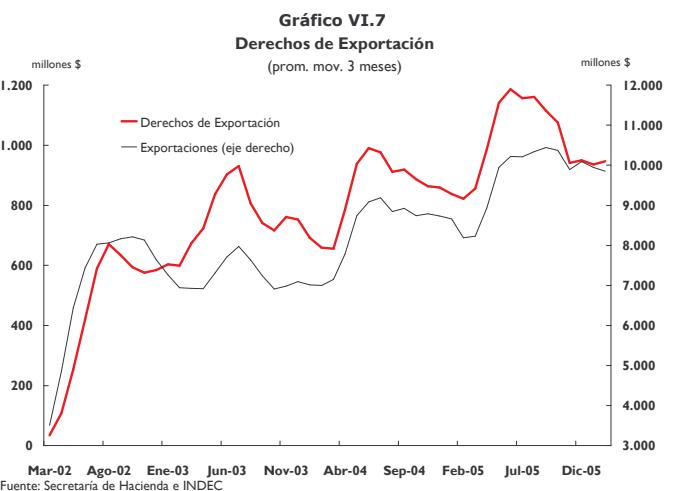
Los impuestos relacionados con el comercio exterior continuaron acompañando el aumento del flujo comercial del país. Los Derechos de Exportación se incrementaron 12% en el trimestre, en parte debido a los elevados precios internacionales y al incremento de algunas alícuotas, aunque por otro lado habría afectado negativamente sobre la recaudación el peor desempeño de la cosecha fina (ver Gráfico VI.7). En tanto, los ingresos por Derechos de Importación se incrementaron 42% i.a., reflejando el aumento de las compras al exterior en un marco de sostenido crecimiento económico.

Se espera que la recaudación continúe mostrando fuertes incrementos interanuales en el segundo trimestre. Además, en ese período los ingresos son estacionalmente altos por los mayores pagos del Impuesto a las Ganancias por parte de las sociedades y las personas físicas. Sin embargo, la reforma en el mínimo no imponible de Ganancias tendrá un efecto negativo sobre la recaudación del período y podría impactar positivamente en el nivel de actividad. Asimismo, según el artículo 24 de la Ley de Presupuesto Nacional 2006 (Nº 26.078), el Poder Ejecutivo tiene plazo hasta principio de mayo para realizar modificaciones en la normativa del Impuesto a los Bienes Personales. Por último, teniendo en cuenta el excelente desempeño de la recaudación en el primer trimestre del año, se espera que la presión tributaria en 2006 sea superior a la prevista en el **Informe de Inflación** anterior, ubicándose en torno a 22,5% del PIB (ver Gráfico VI.8).

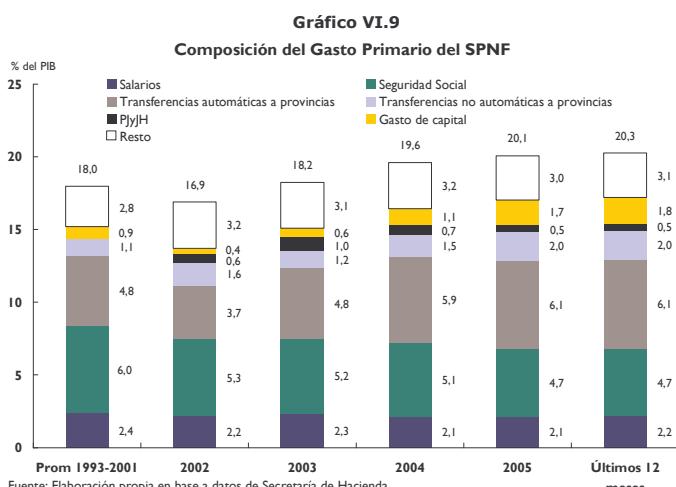
Gasto y Resultado

En un marco de importante incremento de los ingresos tributarios, el gasto primario mantuvo la tendencia ascendente observada el año pasado, cuando alcanzó 20,1% del PIB (ver Gráfico VI.9). En efecto, en el primer bimestre de 2006 las erogaciones primarias se incrementaron 29% i.a., principalmente impulsadas por las transferencias a provincias, particularmente las automáticas, aunque también se observó un incremento del gasto discrecional¹² (ver Gráfico VI.10).

En un escenario de elevada recaudación tributaria, las transferencias automáticas a provincias y especialmente la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI) crecieron 26% i.a. en los primeros dos meses del año, luego de haber aumentado 22% durante 2005. Las transferencias no automáticas a provincias subieron a una tasa más elevada que las transferencias automáticas,



¹² Gasto primario excluyendo Coparticipación Federal de Impuestos y otras transferencias automáticas a provincias, salarios y jubilaciones.

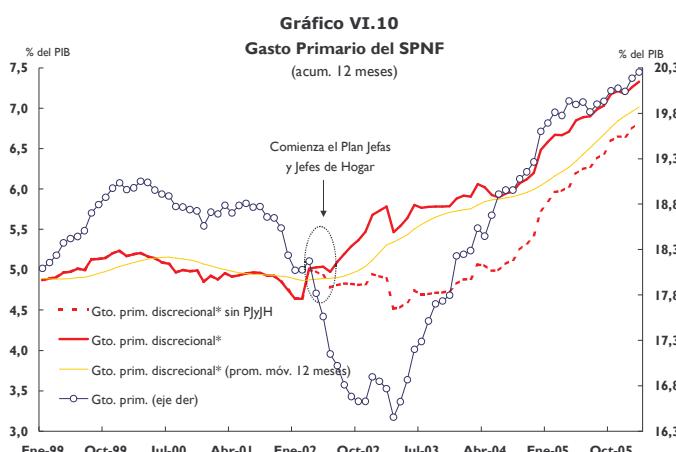


aunque por su menor participación incidieron en menor medida en el incremento de las erogaciones.

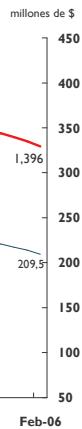
Las transferencias al sector privado se aceleraron a principio de año y luego de aumentar 19% en 2005, crecieron 39% i.a. en los dos primeros meses de 2006. Los subsidios a empresas de transporte automotor y ferroviario de pasajeros y las transferencias para compras de combustible líquido habrían explicado en parte esta tendencia ascendente, en un marco en que continuaron descendiendo las erogaciones por el Plan Jefas y Jefes de Hogar (PJyJH).

Al respecto, el Gobierno adoptó en marzo una serie de medidas para modificar el esquema de los planes sociales y lograr un sistema que facilite a los perceptores su reincorporación al mercado laboral. Para ello, lanzó un Seguro de Capacitación y Empleo¹³ (SCyE) y modificó el subsidio otorgado mediante el Plan Familias para incentivar a los beneficiarios del PJyJH a traspasarse a cualquiera de estos planes.

En su primera etapa el SCyE estará destinado a los beneficiarios del PJyJH, particularmente menores de 30 años. El tiempo máximo de permanencia es de dos años y el plan tendrá una asignación mensual de \$225, a cambio de la cual los beneficiados deberán realizar diversas tareas tendientes a su capacitación laboral e inserción en el mercado de trabajo. Por su parte, la asignación mensual del Plan Familias se modificó, estableciéndose una escala ascendente que va desde \$175 por mes para las madres con dos hijos hasta \$275 mensuales para aquellas con 6 o más hijos.



Se prevé que aproximadamente un millón de los actuales perceptores del PJyJH se pasen a los otros programas y que el costo anual de la medida ronde 0,15% del PIB, una vez que se hayan realizado todos los traspasos. Este monto es similar a la diferencia entre la erogación mensual actual por el PJyJH con respecto a la suma gastada cuando el número de beneficiarios alcanzó su máximo, en mayo de 2003 (ver Gráfico VI.11). Adicionalmente, a pesar de que el nuevo esquema tendrá inicialmente un costo fiscal mayor al actual del PJyJH, se estima que en el mediano plazo esta situación se revertirá porque el tiempo máximo de permanencia en el SCyE es de dos años, y además, los nuevos planes incrementarían la probabilidad de que los perceptores consigan un empleo formal.



Por otro lado, continuando con la política de recomposición de ingresos de los sectores más afectados, el Gobierno decidió, mediante el Decreto N° 267/2006, elevar las prestaciones por desempleo¹⁴. Los montos mínimo y máximo del beneficio pasaron de \$150 y \$300 a \$250 y \$400, respectivamente. Además, se estableció que cuando el perceptor tenga 45 años o más de edad, el tiempo total del seguro de desempleo se extenderá por un período adicional de seis meses, en que el beneficiario recibirá 70% de la prestación original. El otro cambio importante introducido permite acceder a más personas al seguro de desempleo ya que se redujo de doce a seis meses el lapso mínimo de tiempo necesario de aportes al Fondo Nacional de Empleo, dentro de los tres años anteriores a la finalización de la relación laboral (ver Cuadro VI.1). Se estima

¹³ Ver Decreto N° 336/2006.

¹⁴ La prestación por desempleo es un porcentaje (41,5%) de la mejor remuneración neta mensual, normal y habitual del trabajador en los seis meses anteriores al cese del contrato de trabajo (ver artículo 118 de la Ley N°24.013 y sus complementarias y modificatorias).



Cuadro VI.1
Duración de las Prestaciones
(en meses)

Período de cotización al Fondo Nacional de Empleo	Duración de la Prestación
6 a 11	2
12 a 23	4
24 a 35	8
36	12

Fuente: ANSES

que en total las medidas anunciadas por el Gobierno en materia de subsidios por desempleo tendrán un costo fiscal en 2006 en torno a \$80 millones.

Por último, las erogaciones en jubilaciones y salarios se expandieron a un ritmo menor que la del gasto primario total. No obstante, teniendo en cuenta las negociaciones salariales que están siendo llevadas a cabo en distintos ámbitos del Sector Público, en los próximos meses se podría observar una aceleración en el crecimiento de estas erogaciones (ver Sección IV).

Para 2006, teniendo en cuenta que las medidas de ingresos y gastos mencionadas anteriormente tienden a reducir el superávit primario, se prevé que el SPNF cumpla con la pauta de 3,3% del PIB (\$19.349 millones) incluida en el Presupuesto Nacional 2006. Adicionalmente, dada la fuerte tendencia creciente que están mostrando los recursos tributarios, al superávit primario pautado se sumarían los recursos destinados al Fondo Anticíclico Fiscal.

Durante el primer trimestre de 2006 el Sector Público continuó sin ser factor de expansión de la Base Monetaria (BM), en un marco en que el resultado primario permitió cubrir todos los pagos de intereses y una porción de las amortizaciones de la deuda pública. El resto de los pagos fue afrontado con emisiones de deuda en moneda local y extranjera y con el uso de los depósitos del Sector Público. En ese contexto, la Tesorería General de la Nación pudo inclusive cancelar en términos netos Adelantos Transitorios (AT) con el BCRA por un monto de \$1.000 millones en los primeros tres meses del año.

En el marco del Programa de Emisión de Deuda 2006, durante el primer trimestre del año el Gobierno colocó bonos en dólares por US\$1.473 millones en valor efectivo (VE). El Gobierno de Venezuela suscribió Boden 2012 en cuatro oportunidades durante los meses de enero y febrero por un total de US\$1.000 en VE. El resto correspondió a la emisión del Bonar V, un nuevo instrumento de deuda¹⁵, realizada mediante licitación pública a fin de marzo, que determinó el retorno del Gobierno Nacional al mercado de capitales desde el último trimestre del año pasado. El Bonar V es un bono similar al Boden 2015, ya que paga un cupón de interés anual de 7% y amortiza íntegramente al vencimiento, pero cuatro años antes que el Boden 2015. El precio de corte de la colocación de marzo fue de US\$94,52 por cada US\$100 de valor nominal (VN) y así el Gobierno debió pagar un rendimiento de 8,36%. La emisión fue positiva considerando que el total de las ofertas recibidas fue de US\$727 millones en VN, sobre un monto ofertado de US\$500 millones. Además, el spread en relación con el bono del Tesoro de EE.UU. fue de 367 puntos básicos (p.b.), marcando un descenso con respecto a las emisiones del último trimestre del año pasado, que se ubicaron por encima de 400 p.b. (ver Cuadro VI.2).

Así, teniendo en cuenta el superávit financiero previsto, las disponibilidades de la Tesorería General de la Nación y el margen disponible de AT, el financiamiento de los próximos meses no presentaría problemas. Además, en el corto plazo el Gobierno podría retornar al mercado de capitales para completar la emisión del Bonar V (restan colocar US\$1.000 millones en VN) y aprovecharía la actual situación del escenario internacional para

15

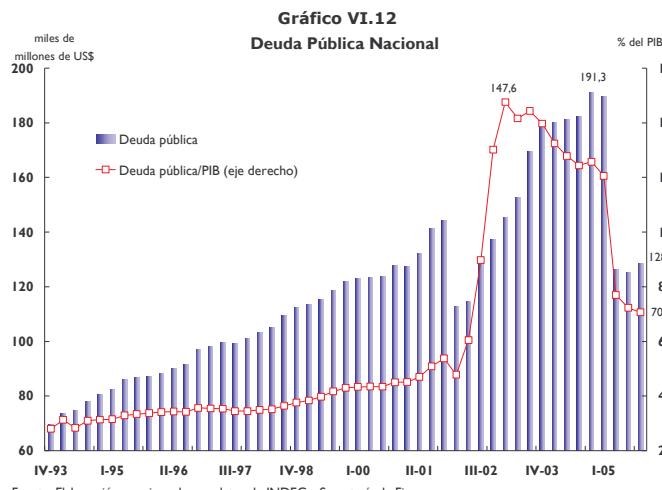
Ver Resolución Conjunta de las Secretarías de Hacienda y Finanzas N° 88/2006 y N° 18/2006, respectivamente.

(1) Valor Nominal, en millones; (2) En %; (3) En puntos básicos

(*) Ajustable por CER; (**) Adjudicaciones privadas

Fuente: Secretaría de Finanzas

¹⁵ Ver Resolución Conjunta de las Secretarías de Hacienda y Finanzas N° 88/2006 y N° 18/2006, respectivamente.



adelantar otras emisiones y así facilitar el financiamiento de 2006. En realidad, las buenas perspectivas de financiamiento se dan a nivel regional, y este escenario está siendo aprovechado también por otros países de América latina para mejorar las condiciones financieras y reducir los *stocks* de su deuda pública (ver Apartado 1).

Deuda Pública

La Deuda Pública Nacional (DPN) no mostró variaciones significativas luego del cambio generado por el fin del proceso de reestructuración a principio del año pasado. El *stock* de la DPN ascendió a US\$128.630 millones (aproximadamente 71% del PIB¹⁶) al 31 de diciembre de 2005, subiendo más de US\$3.200 millones en relación con el saldo registrado a fin de septiembre. No obstante, dado el fuerte crecimiento de la economía, el *stock* de la DPN en términos del Producto descendió 1,7 puntos porcentuales (p.p.) durante el último trimestre de 2005 y mostró una baja de 6,4 p.p. a lo largo de la segunda mitad de ese año (ver Gráfico VI.12).

Los incrementos de la DPN en títulos en moneda extranjera y pasivos de la Tesorería más que compensaron el descenso de las obligaciones con las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) y explicaron en mayor medida el incremento del *stock* total de la deuda pública en el último trimestre de 2005. En particular, el *stock* de los títulos públicos en moneda extranjera se elevó US\$1.719 millones en los últimos tres meses de 2005, principalmente por las emisiones de Boden 2012 y Boden 2015 realizadas en ese período. Tampoco impactó significativamente en el *stock* de la DPN la recompra de deuda realizada a fin del año pasado con el excedente de la capacidad de pago anual de 2004, ya que finalmente sólo se adjudicaron ofertas por un monto total de VE US\$99 millones, habiéndose destinado inicialmente para la operación un monto máximo de US\$318 millones. Por otro lado, se generaron pasivos de la Tesorería General de la Nación por un total de US\$2.515 millones, en parte por las colocaciones de Letras a Fondos Fiduciarios, la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) y la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP).

Cuadro VI.3
Tasa Promedio Ponderada por Instrumento de la DPN
(en %)

	Jun-05	Sep-05	Dic-05
Tasa promedio ponderada total (*)	3,46	3,44	3,60
Títulos públicos	2,64	2,64	2,86
Bonos y pagares en moneda nacional	2,12	2,12	2,25
Boden en dólares	3,95	4,04	4,55
Títulos en dólares (**)	2,38	2,38	2,41
Bonos en otras monedas	1,99	1,99	2,00
Préstamos Garantizados	4,19	4,21	4,23
IFI	5,03	5,03	5,40
Organismos Oficiales	4,42	4,43	4,45
Banca Comercial y otros acreedores	3,70	5,47	5,98
Deuda Garantizada (Bogar)	2,00	2,00	2,00

(*) Excluye la deuda no presentada al canje

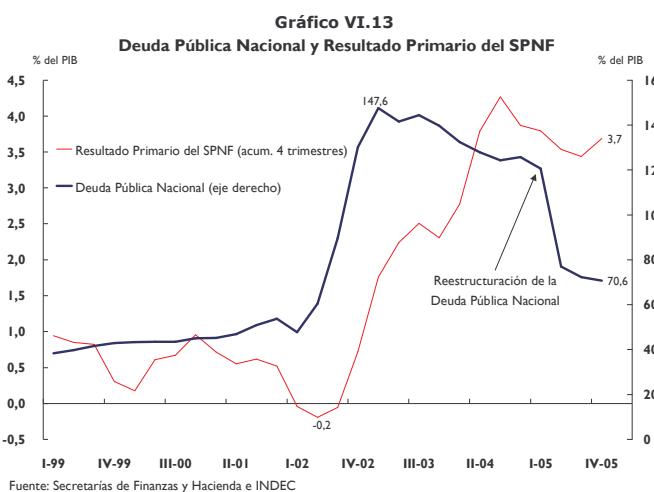
(**) Los Boden en dólares no están incluidos en la ponderación

Fuente: Secretaría de Finanzas

El Gobierno continuó reduciendo su deuda con IFI durante el último trimestre del año pasado. Los pagos netos de capital más la apreciación del dólar respecto a los Derechos Especiales de Giro (DEG) fueron los principales factores que explicaron la reducción de US\$1.122 millones. Dado que la cancelación de la deuda total con el FMI se realizó en los primeros días de enero de este año, el efecto de dicho pago se reflejará cuando se publiquen los datos de la DPN de fin de marzo de 2006. No obstante, la cancelación de los pasivos con el FMI no implicará una reducción del *stock* total de la DPN ya que se reemplazará la deuda con la IFI por otra contraída con el BCRA, mediante la colocación de una Letra en dólares con vencimiento en 2016 y que paga intereses semestralmente, por la utilización de las Reservas Internacionales de libre disponibilidad.

Por otra parte, en el último trimestre de 2005, los ajustes por valuación generaron una reducción del *stock* de la DPN de US\$364 millones, dado que la reducción por los ajustes por tipo de cambio fueron mayormente compensados por incrementos de la deuda indexada por CER y por la capitalización de intereses de bonos

¹⁶ La DPN en términos del PIB se calcula pasando a dólares el PIB nominal con el tipo de cambio promedio del trimestre.



emitidos en la reestructuración. Particularmente se destacó la apreciación del dólar en relación con el peso que generó una disminución de los pasivos en moneda argentina, expresados en dólares, de US\$2.743 millones.

Por otro lado, luego de mantenerse prácticamente estable en el tercer trimestre, la tasa promedio ponderada de la deuda pública total exhibió un leve incremento en los últimos tres meses de 2005, en línea con el incremento de las tasas de interés internacionales (ver Cuadro VI.3). En este sentido, las últimas colocaciones de Boden del año pasado tuvieron rendimientos considerablemente superiores a los del tercer trimestre, llegando a ubicarse por encima de 9,2% en la última emisión de Boden 2012 suscripta por Venezuela a mediados de diciembre.

Por último, a pesar del aumento nominal del *stock* de la DPN en el cuarto trimestre del año pasado, el descenso de la deuda en términos del PIB junto con el todavía elevado superávit primario permiten prever un escenario favorable desde el punto de vista de las finanzas públicas para los próximos trimestres (ver Gráfico VI.13).



VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

VII.1 Síntesis

El BCRA cumplió con la meta establecida en el Programa Monetario 2006 (PM 2006) para el primer trimestre del año y acumula once trimestres consecutivos de cumplimiento. El nivel promedio de los medios de pago (M2) se ubicó en marzo en \$106.200 millones, muy cerca del límite inferior de las bandas del Programa y aproximadamente \$4.800 millones por debajo del límite superior. En el PM 2006 se prevé para el resto del año una desaceleración del crecimiento interanual de los medios de pago que se ubicaría entre 11,7% y 21,2%, cifras inferiores a las observadas en los últimos años (33% en 2004 y 25% en 2005), que refleja el cambio de sesgo de la política monetaria iniciado a principios de 2005.

Como en los años anteriores, el PM 2006 se elaboró sobre la base de las metas cuantitativas de agregados monetarios, fijándose como variable para revisar su cumplimiento el M2 en lugar de la Base Monetaria (BM). Luego de la crisis del 2001 y 2002, el multiplicador monetario se ubicaba en niveles bajos y estables y por lo tanto, la BM resumía la información relevante sobre la oferta de medios de pago de la economía. Sin embargo, durante 2005 se consolidó la actividad crediticia, lo que hace más apropiado el empleo del M2, que de acuerdo a estudios econométricos del BCRA presenta una mayor correlación con la demanda de dinero.

El BCRA continuó con la política anticíclica de acumulación de Reservas Internacionales, cuyo efecto expansivo sobre la BM fue contrarrestado por la cancelación de redescuentos que habían sido otorgados durante la crisis de 2001 y 2002 y el efecto contractivo que tuvieron las operaciones del sector público. A principios del año, se efectivizó el pago del total de la deuda contraída con el Fondo Monetario Internacional (FMI). La cancelación ascendió a US\$9.530 millones. Si bien el saldo de Reservas Internacionales disminuyó significativamente en el trimestre (US\$6.528 millones), la variación neta del pago al FMI ascendió a US\$3.002 millones.

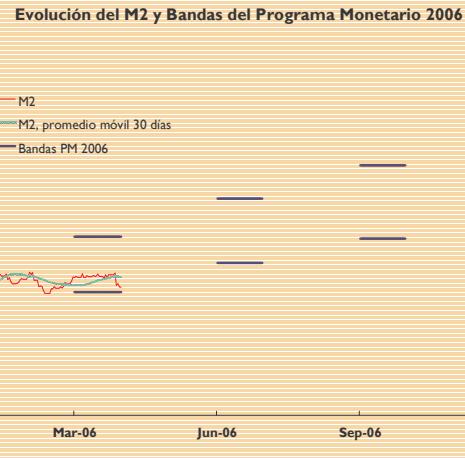
Las tasas de interés continuaron su tendencia alcista tras haber aumentado 2,5 puntos porcentuales (p.p.) la tasa de pases pasivos y 3 p.p. la correspondiente a los pases activos durante 2005. En el primer trimestre de 2006 se incrementó 1 p.p. la tasa de interés de pases activos, manteniendo la tasa de pases pasivos en los niveles de diciembre 2005.

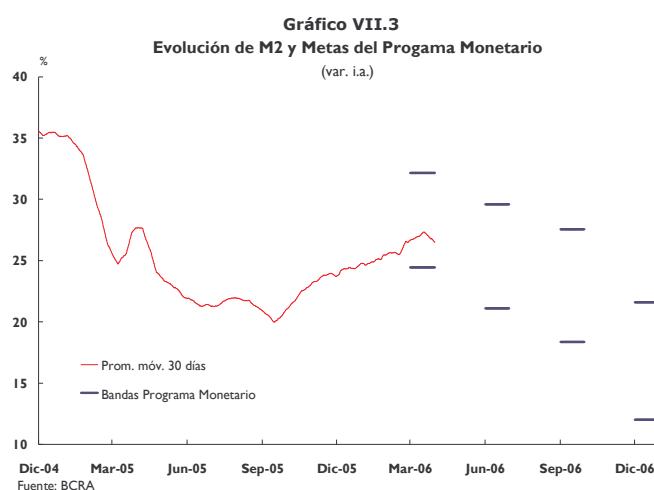
Adicionalmente, a partir de abril se introdujeron una serie de cambios normativos en la política de encajes que apuntan tanto a su rol prudencial de liquidez como a su función de instrumento de política monetaria. Estas modificaciones procuran recuperar los márgenes prudenciales previos al período de diciembre 2005 a marzo 2006, reforzando al mismo tiempo el sesgo antiinflacionario de la política monetaria, desincentivando el crecimiento de los medios de pago y promoviendo el alargamiento de la estructura de depósitos propiciando, de esta forma, el incremento del financiamiento a más largo plazo de proyectos de inversión productiva.

Gráfico VII.1



Gráfico VII.2





VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

El BCRA cumplió con la meta establecida en el Programa Monetario 2006 (PM 2006) para el primer trimestre del año, acumulando once trimestres consecutivos de cumplimiento. El nivel promedio de los medios de pago (M2¹⁷) se ubicó en \$106.200 millones, muy cerca del límite inferior de las bandas del programa y aproximadamente \$4.800 millones por debajo del límite superior (ver Gráfico VII.3).

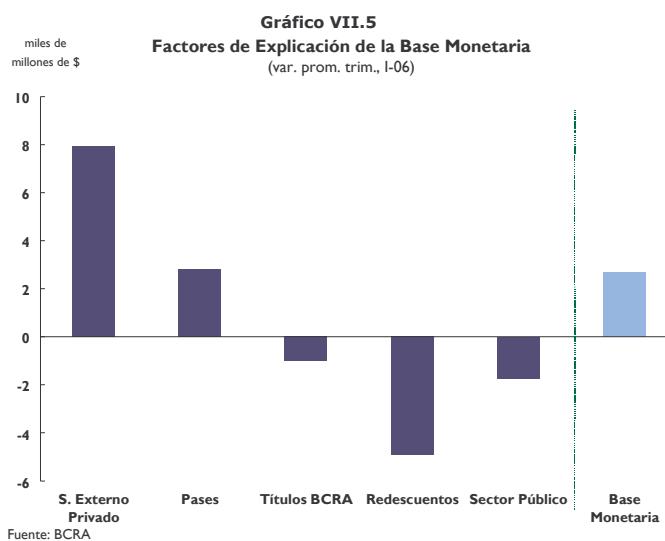
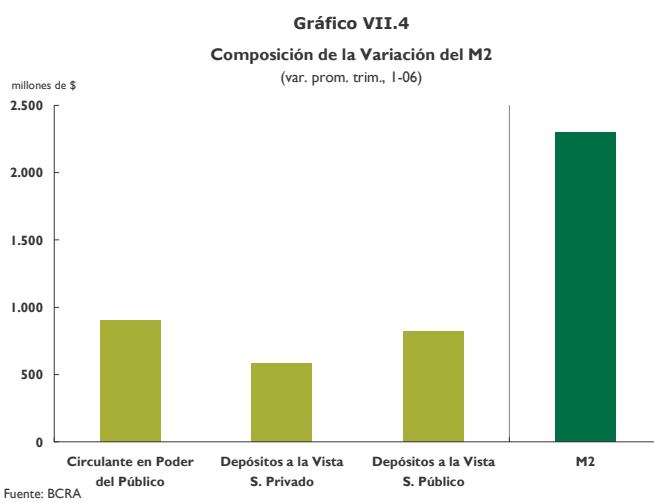
Como en los programas monetarios de años anteriores, el correspondiente a 2006 se elaboró en base a metas cuantitativas de agregados monetarios, pero con la diferencia que se fijó como variable para monitorear su cumplimiento el nivel promedio del M2 en lugar de la Base Monetaria (BM). Luego de la crisis de 2001, el escaso dinamismo de los préstamos al sector privado había llevado a que el multiplicador monetario se ubicara en niveles bajos y estables y, por lo tanto, la BM resumiera la información relevante acerca de los agregados monetarios. Sin embargo, durante 2005 se consolidó la actividad crediticia en todas las líneas, reactivando el proceso de intermediación financiera y haciendo más adecuada la utilización del M2, que según estudios econométricos del BCRA tiene una mayor correlación con la demanda de dinero.

En el PM 2006 se han definido rangos para la evolución del M2, cuya amplitud es función de la incertidumbre que prevalece acerca de los factores que explican la demanda de dinero, su elasticidad respecto a los cambios en esos factores y la evolución de la creación secundaria de dinero. El límite superior del PM 2006 implica un crecimiento de los medios de pago de 21,2%, muy inferior al observado en los últimos años (33% en 2004 y 25% en 2005), lo que refleja el cambio de sesgo de la política monetaria iniciado a principios de 2005.

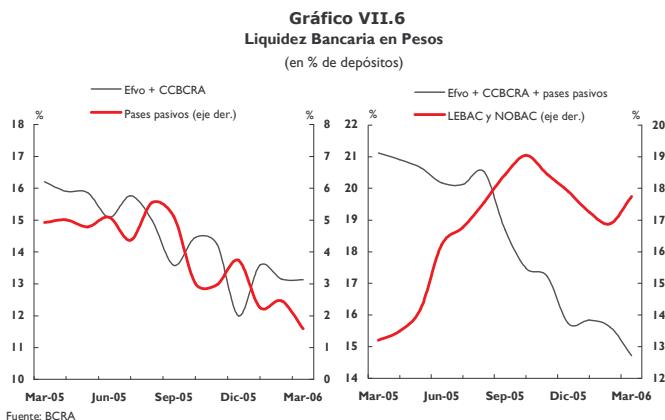
Durante el primer trimestre del año el M2 creció \$2.300 millones (2,9% en términos reales desestacionalizados -s.e.-) y presentó una variación interanual (i.a.) de 26,5%. La mayor parte del alza trimestral de los medios de pago se concentró en los depósitos a la vista (ver Gráfico VII.4), tanto públicos como privados, que aumentaron \$1.400 millones (3,9% en términos reales s.e.); en tanto que el circulante en poder del público creció \$900 millones (1,4% en términos reales s.e.). En el caso de las colocaciones del sector público, el incremento respondió al ingreso de fondos provenientes de la recaudación fiscal; mientras que en el caso de las imposiciones del sector privado y del circulante en poder del público, la suba estuvo fuertemente influenciada por el arrastre positivo del trimestre anterior.

En cuanto a la creación primaria de dinero, la BM se incrementó \$2.663 millones (4,8%) y se ubicó en \$58.490 millones en marzo. El incremento ocurrió fundamentalmente en enero, cuando las entidades recompusieron sus saldos en cuentas corrientes, en el marco de la posición de efectivo mínimo trimestral, tras afrontar las mayores necesidades de liquidez propias de fin de año.

El BCRA continuó realizando operaciones para esterilizar las compras de divisas. Así, las operaciones de esterilización,



¹⁷ M2 incluye circulante en poder del público y depósitos en cuenta corriente y caja de ahorro del sectores público no financiero y privado no financiero en \$ de residentes en el país.



compatibles con la política prudencial de acumulación de reservas, se ejecutaron mediante el cobro de redescuentos, la colocación de letras y notas del BCRA (LEBAC y NOBAC) en el mercado primario, la concertación de pases, y la compra-venta de títulos públicos en el mercado secundario. En conjunto, estas operaciones implicaron una contracción monetaria de \$3.337 millones. Entre ellas, se destacaron los cobros de redescuentos, que generaron una disminución de \$4.922 millones en la BM. Este importe incluye la cancelación de las cuotas estipuladas en el cronograma de *matching*¹⁸ y también las cancelaciones anticipadas que decidieron realizar algunas entidades. De esta forma, entre fines de 2004 y el primer trimestre de 2006, 20 entidades cancelaron su saldo por las asistencias por iliquidez otorgadas durante la crisis de 2001-2002. Además, la colocación neta de LEBAC y NOBAC generó una contracción monetaria de \$993 millones (ver Gráfico VII.5).

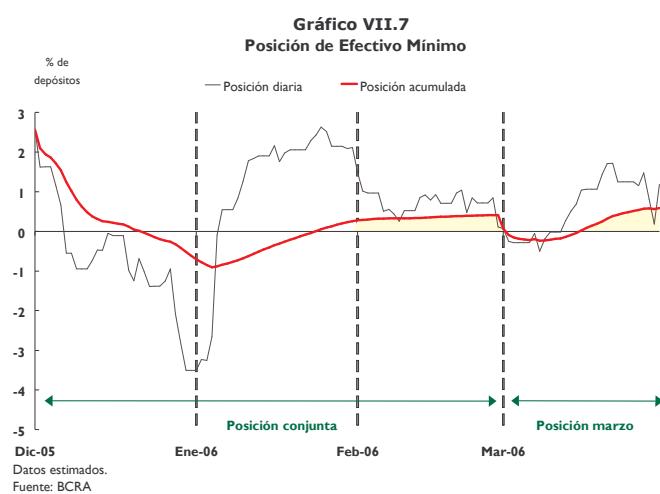
Por su parte, el sector público continúa siendo un factor de contracción monetaria. Las operaciones con este sector originaron una disminución de \$1.745 millones en la BM, principalmente asociada a la cancelación de adelantos transitorios.

Como se mencionó antes, el BCRA continuó con su política de recomposición de las Reservas Internacionales. Como en otras economías emergentes, la acumulación prudencial de reservas continúa realizándose como mecanismo para reducir la vulnerabilidad frente a *shocks* externos y la volatilidad cambiaria ante la ausencia de un prestamista internacional de última instancia que responda a las necesidades actuales y la redefinición aún incompleta de la arquitectura financiera internacional. En el trimestre, las compras de divisas expandieron la BM por \$7.927 millones.

La liquidez bancaria¹⁹ se redujo a 14,7% de los depósitos en el trimestre, principalmente por una menor posición de pases pasivos de los bancos con el BCRA. La reducción en la posición de pases fue destinada fundamentalmente a la ya mencionada cancelación anticipada de redescuentos. Se observaron adicionalmente cambios en la composición de la liquidez, asociados a la integración del efectivo mínimo en el marco de la posición trimestral diciembre 2005-febrero 2006.

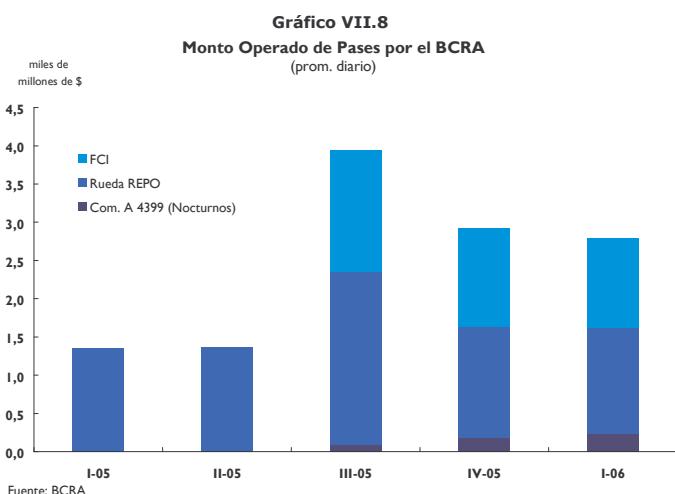
Por otra parte, si bien la liquidez mantenida por las entidades financieras en LEBAC y NOBAC se redujo en los primeros dos meses del año, en línea con la tendencia que se venía manteniendo ya desde noviembre de 2005, en marzo las entidades mostraron un renovado interés por los títulos que emite el BCRA. Así, la liquidez en títulos del BCRA registró un fuerte incremento mensual en marzo y, como porcentaje de los depósitos totales en pesos, totalizó 17,7% al cierre del trimestre, nivel semejante al de diciembre de 2005 (ver Gráfico VII.6).

Con respecto a la liquidez mantenida por las entidades financieras para atender a los requisitos de efectivo mínimo, los dos primeros meses del trimestre se caracterizaron por una marcada sobreintegración (mayormente en enero). La misma fue mantenida por las entidades, como ya se mencionó, para compensar los defectos registrados durante diciembre y cerrar así la posición



¹⁸ Mecanismo de cancelación de redescuentos otorgados durante la crisis de 2001-2002 que calza el servicio de la asistencia a los vencimientos de los títulos públicos dados en garantía.

¹⁹ Incluye efectivo en bancos, cuentas corrientes de los bancos en el BCRA y pases pasivos para el BCRA.



conjunta con un leve excedente que alcanzó alrededor de 0,4% de los depósitos en pesos. En marzo las entidades debieron cumplimentar nuevamente una posición promedio de sólo un mes, cerrando con un excedente cercano al 0,5% de los depósitos (ver Gráfico VII.7).

Mediante la Comunicación A 4509, el BCRA dispuso a partir de abril, un aumento de las exigencias de encaje sobre los depósitos a la vista en pesos, y eliminó su remuneración (ver Apartado 2). Esta medida generará inicialmente un aumento de la demanda de base monetaria asociada a las mayores reservas requeridas, aunque se espera que la ventaja relativa a favor de los depósitos a plazo (cuyos encajes se siguen remunerando) genere un gradual traslado hacia estos desde colocaciones a la vista. Como el encaje sobre las colocaciones a plazo es menor que sobre los depósitos a la vista, el efecto final de la medida sobre los agregados monetarios dependerá del grado de traspaso, ya que cuanto mayor sea, menor será el multiplicador de M2 y mayor el de M3, ya que con los mismos niveles de encaje las entidades podrán crear más dinero amplio a través del crédito bancario.

Tasas de Interés

Tras haber aumentado 2,5 puntos porcentuales (p.p.) la tasa de pases pasivos y 3 p.p. la correspondiente a los pases activos durante 2005, en el primer trimestre de 2006 el BCRA incrementó 1 p.p. la tasa de interés de pases activos, y al término de marzo otorgaba liquidez a través de operaciones a 7 días al 7%. Sin embargo, la tasa de pases pasivos fueron mantenidas en los niveles de diciembre 2005, 4,5% en el segmento de 1 día y 5% en el de 7 días. Por su parte, las tasas de interés del mercado de pases que incluyen también las operaciones en las que el BCRA no es contraparte reflejaron las condiciones de liquidez prevalecientes en el transcurso del período, y en marzo eran 1,5 p.p. más elevadas que las vigentes en diciembre del año pasado.

El monto negociado diariamente por el BCRA mediante todas las modalidades habilitadas fue de alrededor de \$2.800 millones, 4% menos que el trimestre anterior (ver Gráfico VII.8). La disminución fue consecuencia de la menor cantidad de operaciones concertadas por los Fondos Comunes de Inversión (FCI) de *money market*, cuyo patrimonio promedio disminuyó ligeramente en el período. Por otra parte, para comparar con el mismo trimestre del año anterior deben considerarse únicamente las operaciones pactadas a través de la rueda Repo, la única modalidad habilitada entonces. En consecuencia, se observa que el monto negociado en el primer trimestre de 2006 fue similar al transado el mismo período de 2005.

En el mercado primario de LEBAC las tasas de interés no mostraron cambios significativos en el trimestre. Sin embargo, durante 2005 habían subido gradualmente, y por ejemplo, la tasa de interés de 1 mes acumuló un alza cercana a 4 p.p. (ver Gráfico VII.9). Por su parte, a fines de marzo las NOBAC que pagan un cupón ajustable según la tasa de interés de los depósitos de más de un millón de pesos de 30 a 35 días de plazo (BADLAR), se colocaron con un margen menor que al término de 2005.

Por otro lado, a fines de marzo, y teniendo en cuenta las nuevas disposiciones sobre efectivo mínimo, el BCRA dispuso que la tasa de interés que se aplica sobre los pases que pactan los FCI de

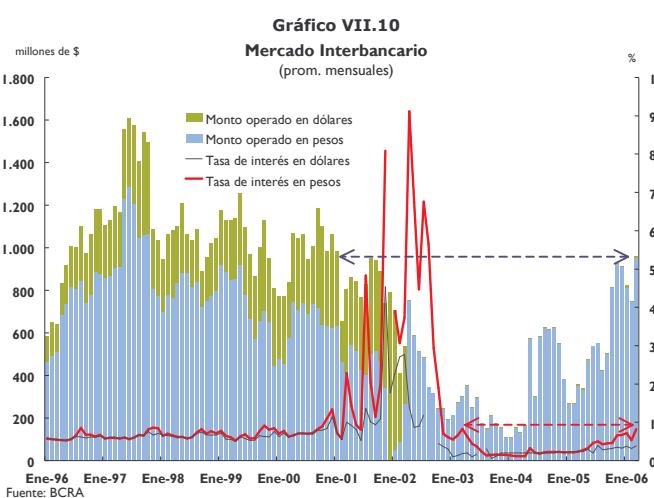
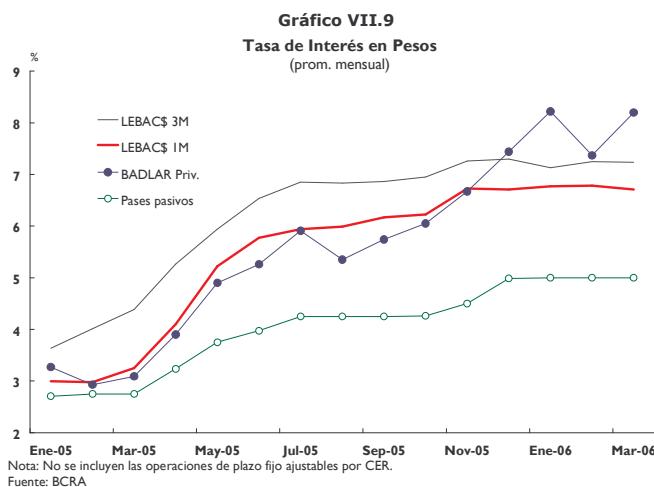
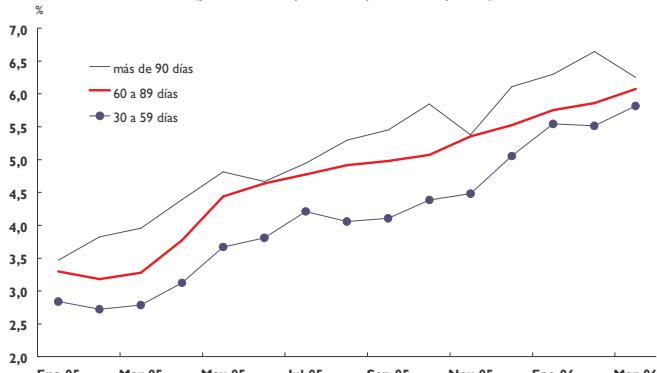


Gráfico VII.11

Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos
(prom. mensual ponderado por monto operado)



Nota: No se incluyen las operaciones de plazo fijo ajustables por CER.

Fuente: BCRA

money market para cumplimentar los márgenes de liquidez se reduzca de 2,55% a 0,5%. De esta forma se busca mantener el equilibrio de incentivos entre las cuentas corrientes remuneradas y los money market, siendo que ambos instrumentos tienen características similares.

El mercado interbancario continuó mostrando una creciente actividad durante el primer trimestre del año. Si bien los montos operados descendieron durante enero y febrero con respecto a los máximos alcanzados a fines del año pasado, una vez que los bancos recompusieron sus niveles de liquidez, volvieron a crecer y en marzo se ubicaron en un promedio diario de alrededor de \$1.000 millones. Los niveles alcanzados superaron levemente los operados a fin del año pasado y resultaron los mayores desde enero de 2001 (ver Gráfico VII.10). No obstante, en términos reales o en relación con el total de depósitos, las cifras actuales serían aproximadamente la mitad que en aquel entonces.

La tasa de interés del mercado interbancario continúo elevándose y mostrando gran volatilidad. Había finalizado el año anterior en 6,7% en promedio y tras descender transitoriamente durante febrero, alcanzaron un promedio de 8,2% en marzo, el mayor nivel desde marzo de 2003.

Las tasas de interés pasivas continuaron en ascenso durante el primer trimestre en todos los tramos de plazos, mientras que en el último mes la tasa de interés promedio ponderada para depósitos a 90 días o más descendió (ver Gráfico VII.11), como consecuencia de una disminución en los rendimientos de las colocaciones de las empresas, sumada a un incremento en la participación de depósitos del sector público que muestran una tasa de interés menor.

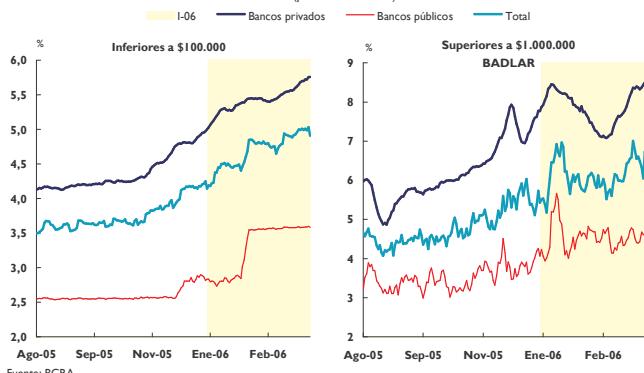
La tasa de interés BADLAR presentó variaciones durante el trimestre en línea con las tasas de interés del mercado interbancario. La BADLAR pagada por el total de entidades financieras se ubicó en 6,4% en marzo y la correspondiente a los bancos privados en 8,2%. En ambos casos, los niveles mencionados implicaron un incremento de 0,8 p.p. frente a diciembre de 2005. En las colocaciones minoristas se observaron incrementos tanto en los bancos privados como en los públicos. Mientras que en los bancos privados el ascenso en las tasas de interés en el tramo minorista fue gradual durante el trimestre, alcanzando el 5,8% en marzo, en los bancos públicos se produjo un ajuste al alza a principios de febrero en sus tasas de interés de pizarra que elevó el promedio a 3,6% (ver Gráfico VII.12).

Por tipo de titular, las entidades prestadoras de servicios financieros –Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), Administradoras de Riesgos de Trabajo (ART), FCI, compañías de seguro, etc.- fueron quienes obtuvieron los mayores rendimientos, con incrementos de 1,3 p.p. y 1,5 p.p. respecto al trimestre anterior en las colocaciones a 30 y 60 días respectivamente. En tanto, las tasas de interés de los depósitos de las familias y el resto de las empresas aumentaron en 1 p.p. (ver Gráfico VII.13). Junto con estos nuevos niveles de rendimiento se registró un incremento en el monto de las colocaciones.

Con respecto a las tasas de interés activas, los adelantos en cuenta corriente registraron el mayor incremento, ya que la tasa de interés fue 17,7% en marzo, mostrando un aumento de 0,7 p.p. frente a

Gráfico VII.12

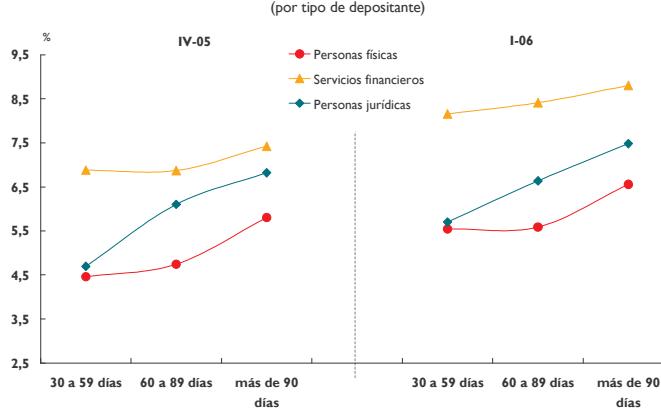
Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos de 30-35 días
(prom. móv. 5 días)



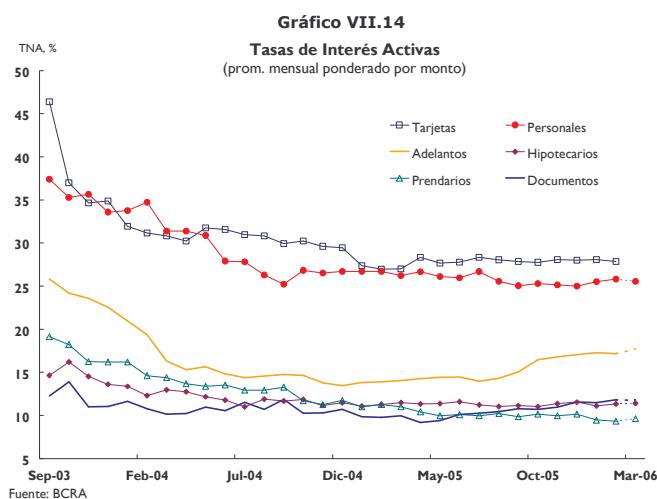
Fuente: BCRA

Gráfico VII.13

Curvas de Rendimiento de Depósitos a Plazo Fijo en Pesos
(por tipo de depositante)



Fuente: BCRA



diciembre. En cambio, en los documentos a sola firma el incremento fue de 0,2 p.p. y la tasa de interés fue 11,8%. En esta línea de créditos, los préstamos a Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) representaron más del 30% del total de documentos otorgados, con un crecimiento proporcionalmente mayor al resto de los sectores.

Por otro lado, en las líneas de crédito a más largo plazo las tasas de interés continuaron en descenso. Los préstamos prendarios comenzaron el año con un gran crecimiento, en el mes de enero el monto de nuevos préstamos superó en 85% a los otorgados en enero del año anterior, y paralelamente la tasa de interés promedio se ubicó en 9,5%, manteniéndose en estos niveles en febrero y marzo. En los préstamos hipotecarios, la tasa de interés no presentó variaciones significativas y se mantuvo estable en 11,5%. Por último, la tasa de préstamos personales presentó un incremento de 0,5 p.p. en enero, ubicándose en 25,5% y continuó en este nivel en los dos meses siguientes, mientras que la tasa de interés para financiaciones con tarjeta de crédito no presentó variaciones, con un promedio de 28,1% (ver Gráfico VII.14).



Apartado 2. La política de encajes

Los encajes o reservas bancarias, definidos como una proporción de los depósitos y otras obligaciones que los bancos mantienen en recursos líquidos, cumplen un doble rol. Por un lado, desempeñan un papel de carácter prudencial dado que son una fuente de liquidez segura a la cual podrían recurrir los bancos en caso de situaciones de iliquidez transitoria. Por otro lado, los coeficientes de encajes constituyen, junto a las operaciones de mercado abierto, instrumentos de política monetaria. El énfasis puesto en una u otra función de la política de encajes ha ido variando a lo largo de la historia y entre los distintos países.

En Argentina, de acuerdo a la normativa de efectivo mínimo vigente, los encajes se aplican tanto sobre los depósitos y obligaciones a la vista como a plazo y pueden ser integrados con efectivo o con depósitos en cuenta corriente en el BCRA.

A partir de abril de este año se introdujeron una serie de cambios normativos que involucran a la política de encajes y que apuntan tanto a su rol prudencial como a su función de instrumento de política monetaria. Estas modificaciones procuran recuperar los márgenes prudenciales previos al período diciembre 2005 – marzo 2006, reforzando al mismo tiempo el sesgo antiinflacionario de la política monetaria, desincentivando el crecimiento de los medios de pago y promoviendo el alargamiento de la estructura de depósitos.

Para ello, el BCRA incrementó 2 puntos porcentuales (p.p.) los coeficientes de encajes sobre los depósitos a la vista que pasaron de 15% a 17% y eliminó la remuneración correspondiente a los encajes realizados sobre tales depósitos²⁰ (ver Cuadro N° 1). Adicionalmente, redujo el límite máximo de remuneración de las cuentas a la vista a partir del cual las mismas están afectadas a un encaje de 100%²¹ (dicho límite bajó de 75% a 50% de la tasa de interés de los depósitos de más de un millón de pesos de 30 a 35 días de plazo –BADLAR– de bancos privados promedio del mes anterior) y redujo de 2,55% a 0,50% la remuneración que paga por los pasos pasivos que los Fondos Comunes de Inversión (FCI) de *money market* conciernen a fin de integrar los márgenes mínimos de liquidez exigidos por la Comisión Nacional de Valores (CNV)²².

Cuadro N° 1: Cambios en la Política de Encajes
(en %)

Comunicación A 4509		
Coef. encaje	Mar-06	Abr-06
Dep. Vista	15	17
Dep. Plazo		
hasta 29 días	14	14
30 a 59 días	11	11
60 a 89 días	7	7
90 a 179 días	2	2
180 a 365 días	1	1
+365 días	0	0
Retribución CC en BCRA	Mar-06	Abr-06
Exigencia dep. vista	2,55	-
Exigencia dep. plazo	2,55	2,55
Comunicado P 48490		
Retribución Pases FCI	Mar-06	Abr-06
Margen de liquidez	2,55	0,50
Comunicación A 4518		
Encaje de 100%	Mar-06	Abr-06
Dep. y oblig. vista en pesos con retrib. superior a la tasa BADLAR en un margen de	75	50

Fuente: BCRA

Si bien cada una de las medidas tiene un objetivo propio, el efecto combinado de todas ellas es el verdaderamente importante.

Así, el aumento de encajes sobre las colocaciones a la vista está dirigido a recuperar los márgenes prudenciales previos a la baja transitoria de diciembre-marzo, período caracterizado por la alta demanda estacional de liquidez de familias y empresas. De esta forma, luego de la suba de encajes vigente a partir de abril, la exigencia de efectivo mínimo promedio sobre el total del sistema vuelve a ubicarse en niveles semejantes a los meses previos a la baja de diciembre (ver Gráfico N° 1). Adicionalmente, los mayores coeficientes de encajes sobre los depósitos a la vista, que a partir de abril presentan un diferencial entre 3 p.p. y 17

²⁰ Ver Comunicación A 4509.

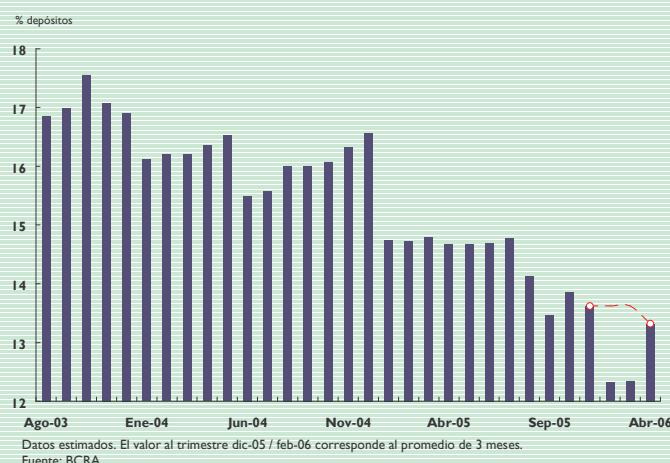
²¹ Ver Comunicación A 4518.

²² Ver Comunicado P 48490.

p.p. respecto a los coeficientes de las colocaciones a plazo, según el plazo residual, generan incentivos a la captación de una mayor proporción de depósitos a plazo.

Con relación a la retribución de los encajes, cabe mencionar que hasta marzo, el BCRA remuneraba el encaje integrado en las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA, independientemente que se tratara de exigencias sobre depósitos a la vista o a plazo. A partir de abril, la retribución se reconoce sólo sobre los encajes derivados de colocaciones a plazo. Esta disposición, además de generar un sesgo a favor de los depósitos a plazo, ocasiona un mayor ahorro cuasifiscal.

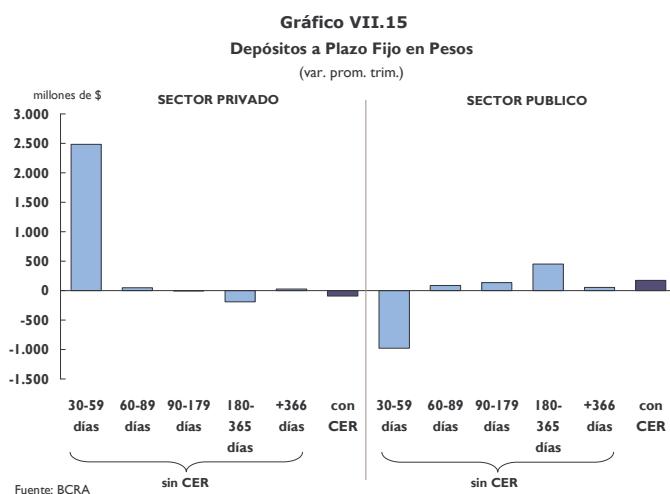
Gráfico N° 1: Estimación del encaje promedio del sistema



En cuanto a la medida de bajar el límite a la remuneración de las cuentas a la vista, procura desalentar el mantenimiento en depósitos transaccionales de fondos que, por su retribución, podrían corresponder a ahorros, y como tal, deberían ser mantenidos en colocaciones a plazo. Y para mantener el equilibrio de incentivos entre las cuentas corrientes remuneradas y las colocaciones en FCI de *money market* que son instrumentos de características semejantes, se bajó la remuneración del margen de liquidez de estos últimos.

Lo realmente importante en las modificaciones implementadas, es el efecto de todas las medidas en conjunto. Evidentemente todas apuntan a un sinceramiento en el *stock* de depósitos transaccionales, al hacer más costoso para las entidades remunerar las cuentas a la vista y, por lo tanto, generaría un aumento de las colocaciones a plazo.

El alargamiento de los plazos de fondeo propicia el incremento del financiamiento a más largo plazo de proyectos de inversión productiva, coadyuvando a sortear los “cuellos de botella” que eventualmente pudieran producirse como consecuencia del gradual cierre de la brecha del Producto. Así, el BCRA contribuye a recrear las condiciones necesarias para garantizar el crecimiento sostenido y de largo plazo de la economía.



VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

Durante el primer trimestre el agregado monetario más amplio en pesos (M3) aumentó en \$4.160 millones, que en términos reales desestacionalizados resultó nulo. Con relación a diciembre de 2005, su tasa de crecimiento interanual retrocedió 1,3 p.p., para ubicarse en 19,9%.

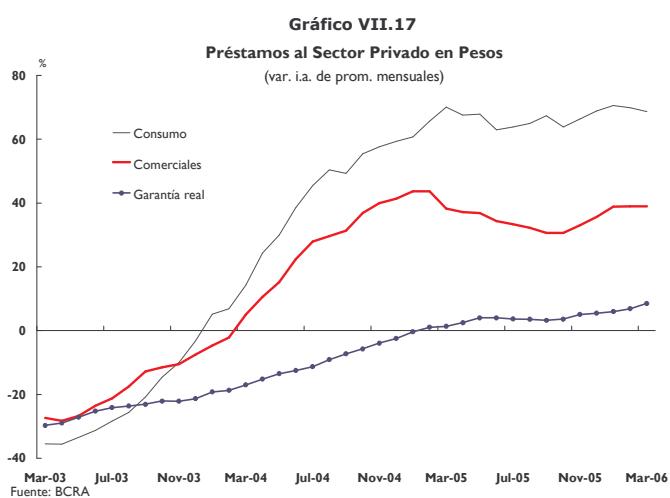
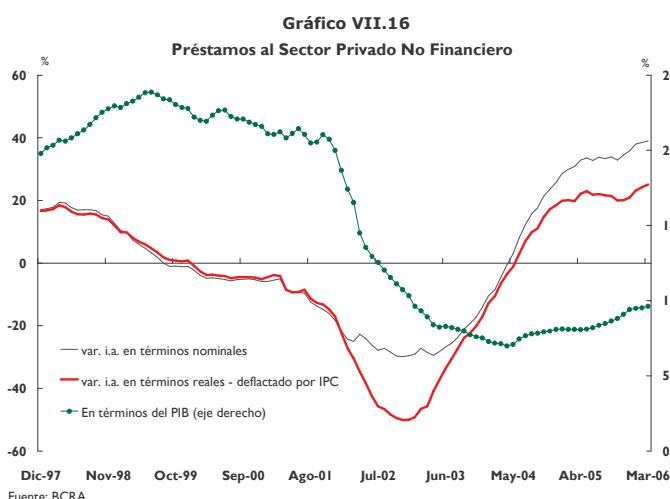
El crecimiento del M3 fue impulsado por el mencionado incremento de los medios de pago y por el aumento de los depósitos a plazo fijo, en particular del sector privado, asociado al regreso de los fondos que durante el trimestre anterior habían sido trasladados hacia cuentas a la vista.

Las colocaciones privadas aumentaron \$2.200 millones, concentrándose en el tramo de más corto plazo (30-59 días). Cabe señalar que hacia fines de marzo se produjo una significativa afluencia de fondos destinada al segmento de 60-89 días, que no tuvo incidencia en la variación promedio trimestral. Por su parte, las imposiciones públicas presentaron una leve baja que rondó los \$70 millones. Si bien se registraron subas en todos los tramos de largo plazo, incluyendo el segmento ajustable por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), las mismas fueron más que compensadas por la caída del stock del tramo de 30-59 días (ver Gráfico VII.15).

Crédito al Sector Privado²³

El crédito al sector privado continuó mostrando un firme ritmo de crecimiento, favorecido por los adecuados incentivos regulatorios implementados por el BCRA tendientes a extender los plazos y a ejercer un manejo prudente de los riesgos asociados, en un contexto macroeconómico favorable. Los préstamos alcanzaron en marzo una variación interanual de 39% en términos nominales y de 25,1% en términos reales (ver Gráfico VII.16), tasas de crecimiento que resultan las mayores tanto del período de recuperación reciente como de los mejores momentos de la Convertibilidad. A diferencia de lo ocurrido durante los noventa, más del 85% del crédito es en moneda nacional. En términos del PIB, a fin del primer trimestre representaron el 9,6%, lo que implica un aumento de 1,5 p.p. respecto a un año atrás y 2,6 p.p. mayor que el mínimo valor registrado en abril de 2004, aunque aún resulta pequeño en comparación con los niveles superiores al 20% alcanzados en los últimos años de la Convertibilidad.

Los préstamos comerciales en pesos continuaron aumentando durante el primer trimestre (\$580 millones, 2,6%) y, de acuerdo al comportamiento estacional esperado, su crecimiento fue relativamente menor que en el trimestre anterior. No obstante en términos interanuales continúa creciendo a un ritmo cercano al 40% (ver Gráfico VII.17). El crecimiento de las líneas comerciales estuvo liderado por las financiaciones instrumentadas mediante documentos (documentos a sola firma, documentos descontados y documentos comprados), que aumentaron \$700 millones (6,8%). Por el contrario los adelantos y “otros préstamos” se redujeron



²³ 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 (ver Apartado 3). En el momento de la conformación de un fideicomiso financiero 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.

levemente respecto al trimestre anterior, en \$90 millones (1,1%) y en \$30 millones (0,9%) respectivamente.

Cabe destacar que a principios de abril el BCRA nuevamente dispuso cambios normativos tendientes a facilitar el acceso de las empresas, particularmente PyMEs, al crédito bancario. En adelante no se requieren aforos para el descuento de cheques emitidos por libradores clasificados en situación normal y las entidades financieras pueden previsionar estas financiaciones al uno por ciento y no necesitan evaluar la capacidad de pago de los cedentes. Es esperable que estas medidas ayuden a consolidar el crecimiento del descuento de documentos.

Gracias a la gradual mejora en el empleo y al 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 \$1.300 millones (18,2%) 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, las financiaciones con tarjeta de crédito aumentaron \$690 millones (13,6%) en el trimestre.

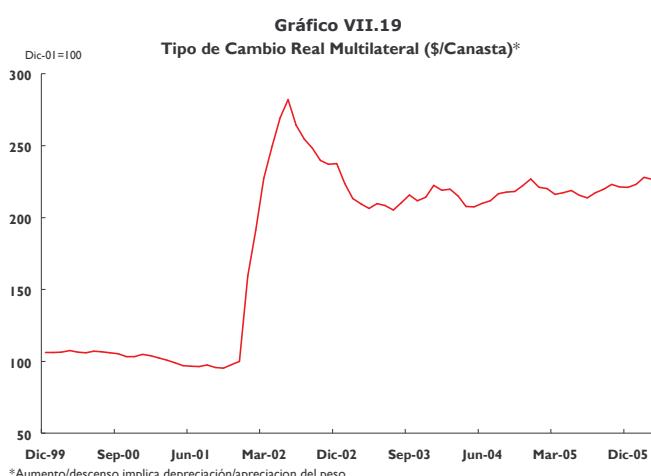
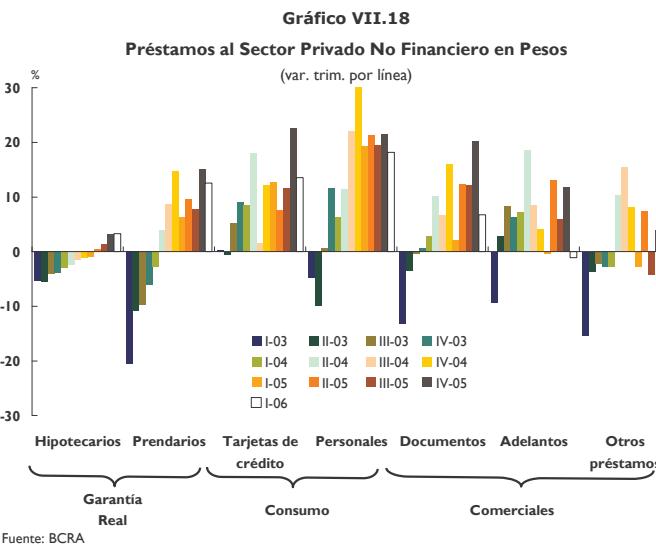
En un contexto muy favorable en términos de ventas de automotores y maquinaria agrícola, los préstamos prendarios continuaron mostrando un muy buen desempeño, incrementándose \$290 millones (12,6%) en el trimestre. En el caso de los préstamos hipotecarios, por cuarto trimestre desde que se precipitara la crisis de 2001-2002, las nuevas financiaciones superaron en monto a las amortizaciones y precancelaciones, por lo que mostraron una nueva suba, de \$280 millones (3,3%) en el trimestre (ver Gráfico VII.18).

Finalmente, como se anticipara en el **Informe de Inflación** pasado, dado que el BCRA adecuó los requisitos de documentación a presentar en relación con las prefinanciaciones de exportaciones, las financiaciones en moneda extranjera volvieron a adquirir renovado dinamismo. Liderados por el comportamiento de los documentos vinculados a exportaciones, los préstamos en moneda extranjera se incrementaron U\$S230 millones (10,2%) en el trimestre.

VII.4 Mercado de Cambios

A comienzos del primer trimestre del año, se efectivizó el pago del total de la deuda contraída con el Fondo Monetario Internacional (FMI). La operación totalizó US\$9.530 millones y fue instrumentada por el BCRA, quien en contrapartida recibió una letra intransferible en dólares a 10 años de plazo. Al tratarse de movimientos de divisas únicamente, la operación resultó neutra en términos monetarios. Tampoco generó efectos patrimoniales al BCRA.

Si bien el stock de Reservas Internacionales disminuyó significativamente en el trimestre (US\$6.528 millones), la variación neta del pago al FMI resultó positiva y ascendió a US\$3.002 millones. La mayor parte de esta suba se explica por las compras de divisas que realizó el BCRA en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) y, en menor medida, por el ingreso de fondos rotatorios asociados al financiamiento de proyectos provinciales



por parte de organismos internacionales y el rendimiento positivo de las reservas.

El mercado de cambios, tanto *spot* como futuro, mostró un menor dinamismo que el trimestre anterior, que se asocia fundamentalmente a la estacionalidad propia del período bajo análisis. En el primer caso, el volumen promedio operado diariamente disminuyó 17,8% en relación al trimestre anterior, ubicándose en US\$231 millones, aunque en términos interanuales creció 19,9%. Las operaciones del BCRA en este mercado aumentaron levemente con respecto al trimestre anterior, pasando su promedio diario de US\$31 millones a US\$37 millones. Por su parte, en el mercado futuro, la actividad retrocedió 24,7% en el trimestre. El monto promedio negociado diariamente ascendió a US\$73 millones de los cuales el 10% correspondió a operaciones realizadas por el BCRA.

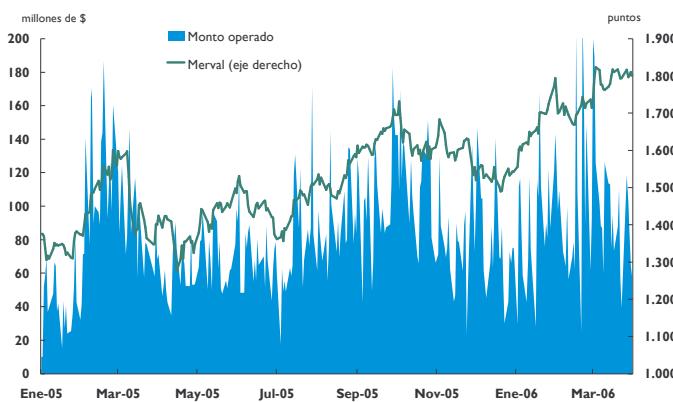
Según la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), en el trimestre el peso se depreció 2,5% respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales y acumuló una depreciación del 4,9% durante los últimos 12 meses (ver Gráfico VII.19). En términos nominales, durante el trimestre la moneda local registró depreciaciones con relación al real (8,3%), al euro (3,6%) y al dólar estadounidense (2,1%).

VII.5 Otros Activos

En términos generales, las cotizaciones de los activos financieros locales mostraron una mejoría desde los niveles observados en el cuarto trimestre de 2005. Su evolución responde tanto al favorable contexto en los países emergentes, como al muy buen desempeño económico. El mercado accionario local, que había retrocedido durante el cuarto trimestre de 2005, revirtió la tendencia incrementándose gran parte de las cotizaciones de las compañías con oferta pública en el trimestre. En el mercado de deuda soberana, los resultados fueron mixtos. Por un lado, los *spreads* de la deuda externa denominada en dólares se contrajeron fuertemente, y por el otro, los rendimientos reales de los instrumentos de deuda indexada al CER mostraron un leve incremento en el tramo corto de la curva.

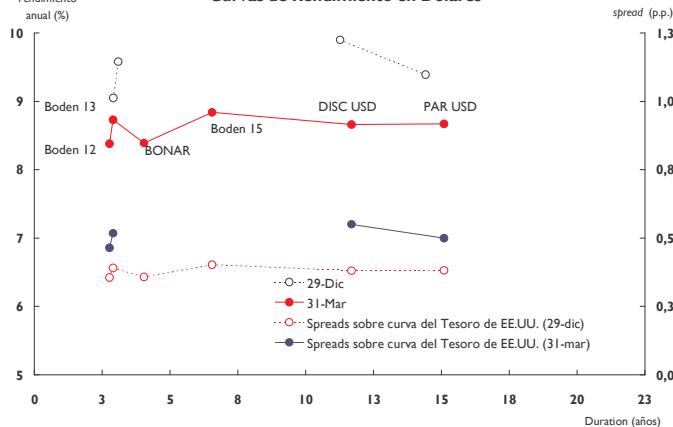
El índice Mercado de Valores (Merval), que agrupa las compañías más significativas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), se incrementó 16,7% durante el trimestre. Este aumento permitió que el nivel del índice alcanzase los 1.800 puntos el 31 de marzo. Adicionalmente, durante la primera semana de marzo el índice marcó un nuevo record histórico alcanzando los 1.824 puntos (ver Gráfico VII.20). La evolución del Merval durante el trimestre se encontró en línea con lo observado en la región. Dentro del grupo de índices bursátiles latinoamericanos considerados (medidos en dólares), el índice Merval se incrementó en 14,6%, mientras que el índice de la Bolsa de Valores del Estado de San Pablo (Bovespa), de Brasil, y el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL), de Perú, lo hicieron en mayor medida tras incrementarse respectivamente en 22% y en 27%. En otro orden de magnitud, los índices bursátiles de México y Chile también evolucionaron favorablemente incrementándose en 7,4% y 3,8%, respectivamente. La volatilidad del índice Merval disminuyó a lo largo del trimestre, un patrón que se observó a través de las bolsas de la región.

Gráfico VII.20
Mercado de Acciones Local

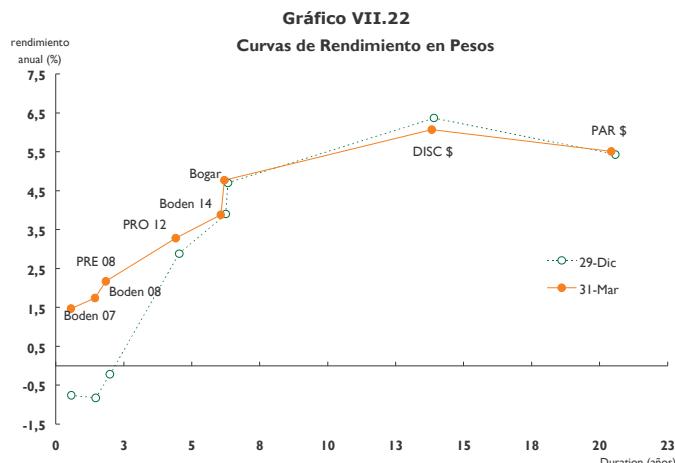


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Gráfico VII.21
Curvas de Rendimiento en Dólares



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales



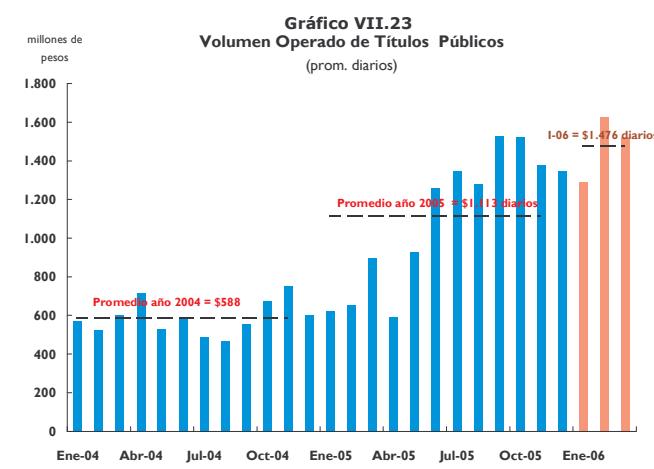
Las paridades de los instrumentos de deuda soberana denominados en dólares registraron una evolución favorable, mientras que las paridades de los instrumentos de corta duración indexados al CER mostraron un leve descenso. En particular, la totalidad de los instrumentos denominados en dólares registraron incrementos en sus cotizaciones en el primer trimestre del año. Estas mejoras fueron tales que permitieron que la curva de rendimientos se desplace paralelamente hacia abajo con respecto al último día del año anterior, dejando al rendimiento del Boden 12 en 8,4%. A efectos ilustrativos, se destaca que el incremento en paridad del Boden 12 y 13 fue de 4% y en los casos del *Discount* (DISC) y el Par fue de 13,8% y 11,6% respectivamente (ver Gráfico VII.21).

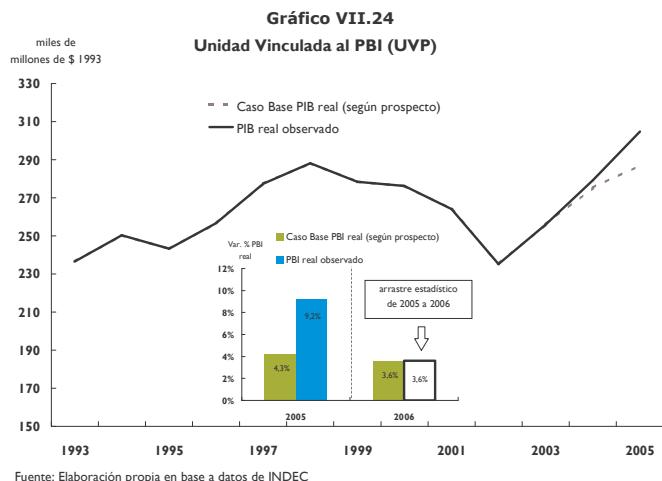
Sin embargo, a la hora de analizar la evolución de los márgenes de la deuda externa, conviene tener en cuenta lo sucedido en la región y en el resto de los países emergentes. El índice EMBI+ reflejó un contexto de mercado optimismo del mercado internacional de capitales, contrayéndose 0,53 p.p. y permitiendo que la medición de la prima de riesgo alcance 1,92 p.p.. El riesgo soberano de América latina evolucionó incluso mejor, disminuyendo 0,68 p.p. básicamente por la contracción de los *spreads* de Argentina y Brasil, que se redujeron en 1,6 p.p. y 0,76 p.p. respectivamente. En el mismo período, la tasa del bono a 10 años del Tesoro de EE.UU. se incrementó en 0,46 p.p..

Por el lado de los instrumentos indexados por CER, se observa que exceptuando el DISC, las paridades de todos los títulos de deuda de esta categoría observaron disminuciones. En particular, la paridad del Boden 08 cayó 3,7% con respecto al 31 de diciembre, la del Bogar bajó 0,1% y la del Par 0,8%. Asimismo, se observó un aplanamiento de la curva de rendimientos producto de un incremento en los rendimientos reales en el tramo de más corta duración, mientras que el segmento de más larga duración disminuyó levemente (ver Gráfico VII.22).

Los volúmenes diarios operados tanto en el mercado bursátil como en el mercado de deuda soberana se mantuvieron elevados, aunque el mercado de deuda se mostró más dinámico. En el último caso, el volumen promedio de las operaciones diarias fue de \$1.476 millones, que representa un aumento de \$60 millones con respecto al promedio diario del trimestre anterior y \$360 millones por encima del promedio de 2005 (ver Gráfico VII.23). Por otro lado, el volumen promedio operado diariamente en las operaciones bursátiles fue de \$76 millones, un nivel de operaciones menor al observado en el cuarto trimestre de 2005, aunque en el mismo nivel que el primer trimestre de aquel año.

El Gobierno Nacional realizó colocaciones en dólares estadounidenses por un valor efectivo de US\$1.472 millones en el primer trimestre de 2006. Del total de colocaciones, US\$472 millones correspondieron a una colocación realizada en marzo en el mercado de capitales mediante la colocación de Bonar mientras que los restantes US\$1.000 millones correspondieron a colocaciones privadas de Boden 12. Si se toma en cuenta la totalidad de las licitaciones del primer trimestre, se emitieron instrumentos con una vida promedio de 3,92 años, mientras que el *spread* sobre la curva del Tesoro americano fue de 3,56 p.p., lo que implica 0,8 p.p. menos que el logrado en las colocaciones del cuarto trimestre de 2005.



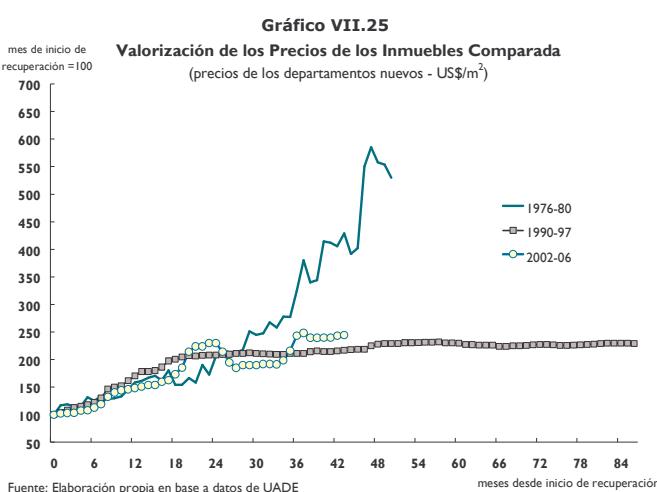


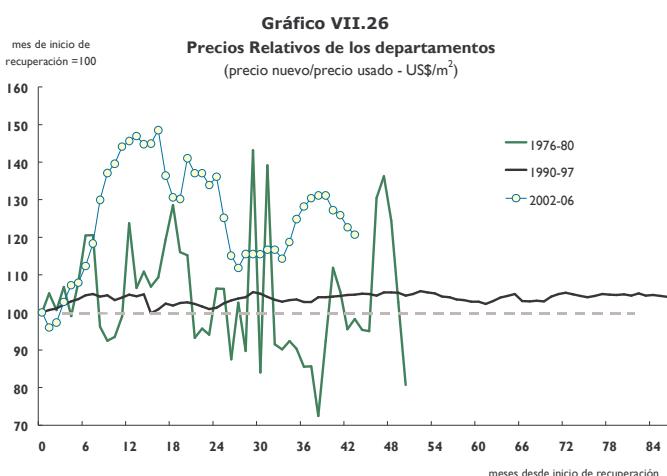
Las unidades vinculadas al PIB (UVP), que habían sido entregadas junto con los nuevos títulos emitidos en la reestructuración de la deuda soberana y habían comenzado a cotizar en noviembre separadamente de los títulos de deuda, presentaron incrementos de dos dígitos en el primer trimestre. En particular, la UVP en pesos se incrementó 85% mientras que la UVP en dólares (ley de Nueva York) lo hizo en 74% (ver Gráfico VII.24). Posiblemente, la confirmación de la muy buena evolución de la economía durante el cuarto trimestre del año pasado, colaboró con la fuerte revaluación de estos instrumentos.

Los FCI mantuvieron su tendencia creciente durante el primer trimestre, impulsados principalmente por los fondos de renta variable cuyo patrimonio se incrementó en 53,9%, y obtuvieron un rendimiento de 15,1%. Este crecimiento patrimonial se explica, en gran proporción, por el mayor interés que mostraron los inversores institucionales (AFJP, ART, compañías de seguros) en fondos principalmente orientados al mercado accionario de Brasil y el continente asiático. Por otra parte, los fondos de plazo fijo y dinero presentaron una variación patrimonial del 15% y una rentabilidad del 5,5%. Cabe señalar que hacia fines del trimestre, el BCRA dispuso una disminución en la remuneración de los pasivos que los FCI realizan en el BCRA a los efectos de integrar el margen de liquidez requerido por la Comisión Nacional de Valores (CNV) lo que explicaría, en parte, la cautela de los inversores observada durante marzo. Finalmente los patrimonios de renta fija y renta mixta también mostraron incrementos de 2,2% y 16% con rendimientos de 1,4% a 8,8%, respectivamente. Estos aumentos se explicarían porque a principio del trimestre se observaron ingresos de capitales en toda la región, dada por la buena *performance* de los mercados de deuda.

Como lo sugiere el índice de precios de departamentos nuevos y usados elaborado por la Universidad Argentina de la Empresa (UADE), el mercado inmobiliario mantuvo el dinamismo observado en el trimestre anterior. En el primer bimestre del año, los precios del metro cuadrado de los departamentos nuevos se incrementaron 28% con respecto al mismo período del año anterior (ver Gráfico VII.25). Para el caso de los departamentos usados, el precio del metro cuadrado aumentó 22% en términos interanuales en el bimestre. Cabe destacar que durante el cuarto trimestre de 2005, los incrementos interanuales fueron de 27% en el caso de los departamentos nuevos y de 14% en los usados, denotando un incremento en el ritmo de recuperación de los precios en este último caso.

Del análisis de las series históricas, se verifica que en las últimas tres décadas, existieron tres recuperaciones importantes en los precios de los inmuebles. En particular, se distinguen los períodos 1976-80, 1990-97 y 2002-06 como intervalos históricos con incrementos sostenidos en los valores de los departamentos. En los gráficos adjuntos, pueden observarse las series de precios con base en el mes donde comienza la recuperación del valor de estos inmuebles. En todos los casos se verifica un fuerte incremento en la primera fase de la recuperación, que se ha dado en forma muy similar en los tres períodos seleccionados. Asimismo, se observan dos tipos de comportamiento en los precios de los departamentos (tanto nuevos como usados) bien diferenciados entre los dos períodos más recientes y el período 1976-80. En efecto,





observamos que la actual recuperación de los valores se asemeja a la recuperación observada en el período 1990-97, en donde después de la fase de recuperación inicial, los precios tendieron a estabilizarse. También se verifica que en el caso de los departamentos usados, la recuperación ha sido más lenta que en las recuperaciones anteriores, lo cual ha generado cierto rezago en el precio relativo entre departamentos nuevos y usados (ver Gráfico VII.26).

Apartado 3. Expansión de los Fideicomisos Financieros²⁴

Los Fideicomisos Financieros (FF) surgieron en Argentina en 1996 con la ley N°24.441, como un mecanismo por el cual se emiten títulos valores, garantizando el repago de su capital e intereses con el flujo de fondos generados por una cartera de activos que previamente fue transferida (en propiedad fiduciaria), a través de una operatoria denominada *securitization* o titulización de activos. En este proceso interviene, por un lado, un fiduciante que, ante una necesidad de fondos, transfiere parte de su cartera de activos a un FF creado al momento de dicha cesión. Por otro lado, existe un fiduciario, que administra dicho FF y emite títulos valores o certificados de participación (generalmente con calificación crediticia) que tienen como respaldo los activos subyacentes previamente transferidos y que son adquiridos por los denominados beneficiarios. Entre las principales ventajas de la titulización se destaca la posibilidad de generar oferta de crédito, por fuera del sistema bancario tradicional, mediante el fondeo en el mercado de capitales. Además, existe un traslado de riesgos desde el acreedor original hacia el mercado de capitales, que permite lograr una administración más eficiente de los riesgos.

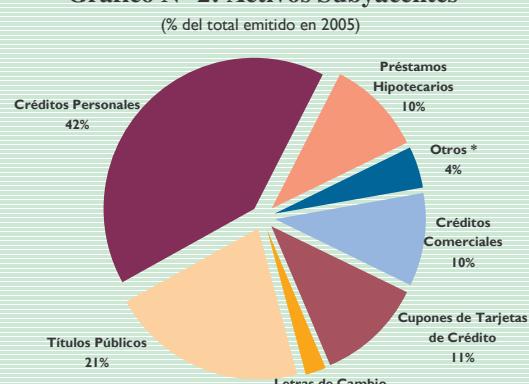
A pocos años de su surgimiento, los FF ganaron importancia con relación a otros instrumentos financieros. Con la crisis de 2001-2002 se resintieron, igual que el resto de los activos financieros, y el nivel de nuevas emisiones sufrió un brusco descenso. A partir de 2004, reaparecieron con renovado impulso y ese año se colocaron poco más de \$1.600 millones. El año 2005 marcó la consolidación definitiva de los FF dentro del mercado financiero como instrumento alternativo de financiación para bancos y empresas y para el futuro se prevén crecientes flujos de emisión. El fenómeno de los FF no es exclusivo de la Argentina. Se observa un sostenido desarrollo en toda América latina. México y Brasil junto con Argentina constituyen las tres plazas donde se están realizando mayores emisiones.

Los bancos han sido participantes fundamentales en el desarrollo de los FF, tanto como titulizadores de activos (fiduciantes) como administradores (fiduciarios) y también a través de la tenencia de títulos valores (beneficiarios). La titulización les permite a los bancos disponer de sus activos (préstamos otorgados) como fuente de fondeo para la generación de nuevos préstamos. En el último tiempo, esta facultad se ha ido expandiendo en la medida en que nuevas líneas de crédito han comenzado a ser titulizadas. En particular la titulización de títulos públicos se convirtió en una herramienta financiera para hacerse de abundante liquidez. Bajo este escenario, resulta conveniente la supervisión del mercado de FF al momento de analizar el crédito y la intermediación financiera (tradicional).

Gráfico N° 1: Emisión de FF



Gráfico N° 2: Activos Subyacentes



Durante 2005 el total emitido ascendió a \$5.100 millones, cifra que más que triplicó lo emitido el año anterior (ver Gráfico N° 1). Entre los activos subyacentes, se destacaron por su participación en el total emitido los préstamos personales, los títulos públicos, cupones de tarjetas de crédito y préstamos hipotecarios (ver Gráfico N° 2).

Como fiduciantes sobresalieron las entidades financieras reguladas por el BCRA (bancos), seguidas por *retailers* y entidades no reguladas. Los fiduciarios fueron casi en su totalidad bancos.

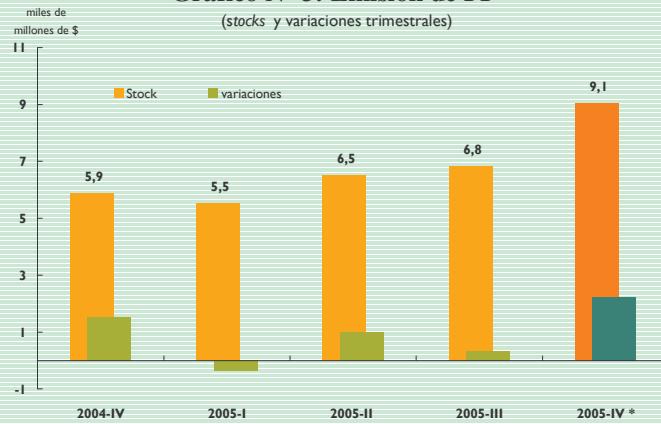
El rendimiento de los títulos valores emitidos por el FF (clase *senior*, a tasa fija y en pesos) comenzó el año 2005 en torno a 7% para luego incrementarse hasta alcanzar en diciembre un promedio de 11%. Por otro lado, el rendimiento de los títulos de FF emitidos en dólares fue cercano a 4% en los primeros meses y finalizó el año en 6%. También son emitidos, aunque en

²⁴ Sólo se consideran Fideicomisos Financieros con oferta pública.

menor medida, títulos a tasa variable que suelen establecer un margen con respecto a una tasa de interés de mercado y acostumbran tener definidas una tasa mínima y otra máxima.

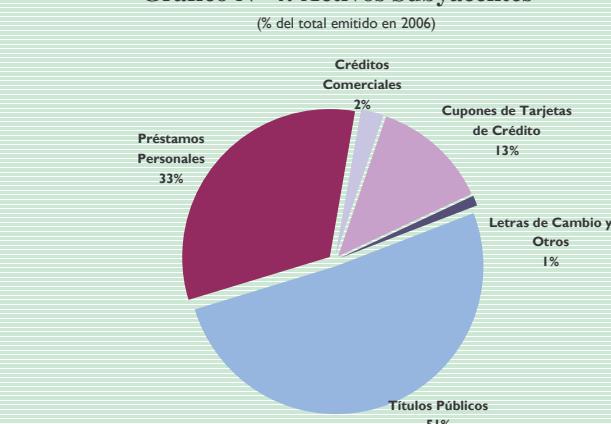
El *stock* de activos subyacentes transferidos para la emisión de FF ascendió a alrededor de \$9.000 millones a fines de 2005, registrando una variación trimestral de más de \$2.000 millones (la mayor suba verificada en los últimos cinco trimestres; ver Gráfico N° 3). Más de 70% de ese aumento se explica por el importante crecimiento de los FF con títulos públicos, préstamos personales y préstamos hipotecarios como activos subyacentes. En cuanto a los tenedores de títulos de FF, el 45% del *stock* se encuentra en manos de bancos, 16% en las carteras de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) y 3% en Fondos Comunes de Inversión (FCI), entre otros. Excluyendo los títulos públicos, el *stock* de activos subyacentes asciende a \$7.000 millones y representa el 13% del *stock* total de préstamos privados del sistema bancario.

Gráfico N° 3: Emisión de FF



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNV.

Gráfico N° 4: Activos Subyacentes



Un 2006 auspicioso

La emisión acumulada en los tres primeros meses de 2006 ascendió a casi \$1.990 millones (ver Gráfico N° 1), superando la alcanzada en el primer semestre de 2005. Analizando los activos subyacentes, los títulos públicos se encuentran entre los de mayor emisión (51% del total), seguidos por préstamos personales (33% del total) y cupones de tarjetas de crédito (13%), entre otros (ver Gráfico N° 4). Continuando con la tendencia del año anterior, las entidades financieras reguladas se destacan entre las de mayor participación tanto como fiduciarios como fiduciarios, no obstante *retailers* y entidades financieras no reguladas han ido ganando participación progresivamente. Por otro lado, a marzo de 2006 la tasa de corte de los nuevos títulos (clase *senior*, en pesos y a tasa fija) fue, en promedio, 11,7%.

Para el resto del año, se prevé una emisión de FF que superaría al total emitido en 2005. Este incremento proyectado en el flujo de emisión anual se sustenta en los mayores niveles esperados de consumo y préstamos al sector privado, las atractivas tasas de rendimiento de los FF, la dinámica que vienen mostrando los Fideicomisos Sintéticos (FF con títulos públicos como subyacentes) y la propia consolidación de los FF como nuevo instrumento de financiación.



VIII. INFLACIÓN

VIII.1 Síntesis

La inflación minorista alcanzó 2,9% en el primer trimestre de 2006, menor a lo esperado por el mercado y a la suba de igual período del año pasado (4%). Esta variación trimestral determinó una baja en la tasa interanual, que se ubicó en 11,1% a fin de marzo, tras trepar a 12,3% en diciembre del año pasado.

La desaceleración verificada en el comienzo del año respondió a la evolución del IPC Resto (aproximación a la inflación subyacente) que promedió 1% mensual en el trimestre, contra 1,2% del último cuarto de 2005 y 1,5% registrado en el primer trimestre de ese año. Sin embargo, algunos incrementos verificados en varios productos con incidencia importante dentro de este subíndice (carne vacuna, medicina prepaga y colegios) limitaron el descenso en la tasa de inflación. A pesar de que la inflación aún se mantiene en niveles elevados, es importante destacar el descenso observado en el período, lo que permite vislumbrar en el corto plazo una convergencia hacia niveles más acordes con la tendencia de mediano plazo.

Los precios estacionales y/o volátiles tuvieron una dinámica diferente. La variación de 1,5% promedio mensual del trimestre fue superior tanto a la del trimestre previo (1,3%), como a la registrada un año antes (1,2%). Esta situación fue generada por una mayor volatilidad en el subíndice respecto a períodos anteriores, que estuvo determinada por las subas ocurridas en frutas, verduras, ropa exterior y turismo.

Los componentes del subíndice de bienes y servicios regulados se mantuvieron contenidos, con un incremento promedio de 0,3% mensual, cifra menor a la verificada en períodos previos.

En este contexto, el BCRA continuará llevando adelante una política monetaria prudente, previsible y estable, consistente con las proyecciones de inflación para fines de 2006 que se ubican dentro del rango de 8% a 11% estipulado en el Programa Monetario 2006. El cumplimiento de este objetivo está vinculado a que las políticas fiscal, de ingresos y de competencia contribuyan a profundizar la mejora que se observa en las expectativas inflacionarias desde comienzos de año.

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

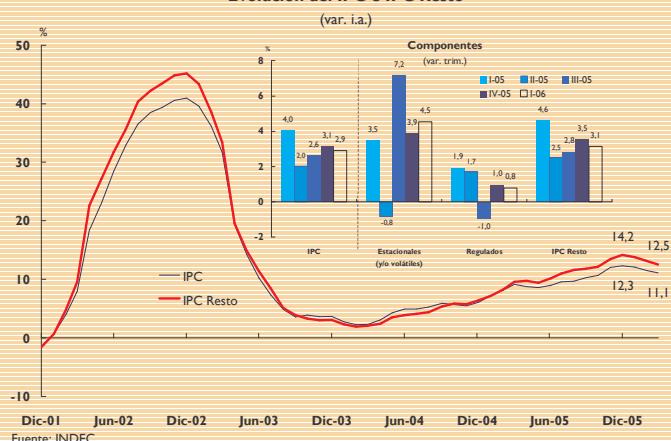
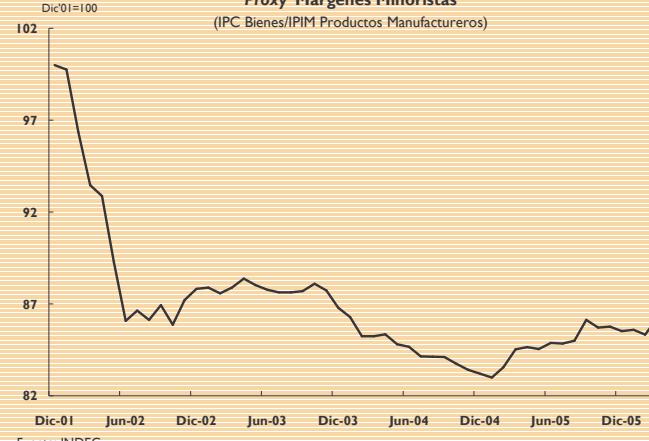


Gráfico VIII.2
Proxy Márgenes Minoristas
(IPC Bienes/IPIM Productos Manufactureros)



VIII.2 Precios Minoristas

Los precios minoristas mostraron una desaceleración en su ritmo de crecimiento durante el primer trimestre del año. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) acumuló una suba de 2,9% en estos tres meses, aumento inferior al esperado por el mercado. Así, el alza interanual (i.a.) de los precios se redujo a 11,1% a fines de marzo, tras alcanzar 12,3% i.a. en diciembre pasado (ver Gráfico VIII.1).

La menor inflación registrada por el nivel general del Índice fue determinada por la evolución del IPC Resto, estimador de la inflación subyacente, que aumentó en promedio 1% mensual, tras incrementarse 1,2% en el trimestre previo y 1,5% en los primeros tres meses del año pasado. La desaceleración de la inflación se dio a pesar de las alzas ocurridas en algunos de los productos que mayor incidencia tienen en el subíndice (ver Cuadro VIII.1).

En particular, se destacaron en el trimestre los incrementos del precio de la carne vacuna, las cuotas de medicina prepaga y las matrículas de los colegios privados. En este último caso, las subas en las matrículas se habían determinado en diciembre pasado, aunque se efectivizaron a partir del inicio del nuevo ciclo lectivo.

El primer trimestre del año presentó una desaceleración en la inflación subyacente, junto con una menor difusión de los aumentos de precios que en períodos anteriores, tendencia descendente que se avizora desde mediados de 2005. Esta situación es producto de la caída en la difusión en el subgrupo de los bienes, que desde finales del año pasado comenzó a ser acompañada por la de los servicios (ver Gráfico VIII.3).

Por su parte, el subíndice del IPC compuesto por los bienes y servicios regulados y/o con alto componente impositivo también se mantuvo contenido y alcanzó en marzo una suba de sólo 2,5% i.a., mientras que en igual período de 2005 esta variación ascendió a 6,1% i.a..

Las menores subas que se registraron en el IPC Resto y en los rubros regulados fueron parcialmente contrarrestadas por la aceleración del conjunto de bienes y servicios estacionales y/o volátiles. A lo largo del primer trimestre del año este subíndice acumuló un aumento de 4,5%, que dio lugar a que a fin de marzo se observe un alza de 15,4% i.a., superior al 11,3% del primer trimestre de 2005. Esta variación de precios respondió a subas generalizadas en todos los componentes del subíndice, aunque con movimientos diferenciales en cada caso.

Los precios de los bienes y servicios incluidos en el rubro Turismo iniciaron la temporada de verano con incrementos muy superiores a los registrados en años anteriores, situación que se revirtió parcialmente a partir de marzo, en mayor parte por el fin del período vacacional. En Indumentaria también se dieron movimientos más pronunciados que en años previos, aunque con una estacionalidad diferente a la del Turismo. Las liquidaciones por el final de la temporada de verano se realizan sobre el comienzo del trimestre, en tanto que la salida a la venta de las nuevas colecciones se produce en marzo, hecho que contribuyó a la suba en el IPC de ese mes.

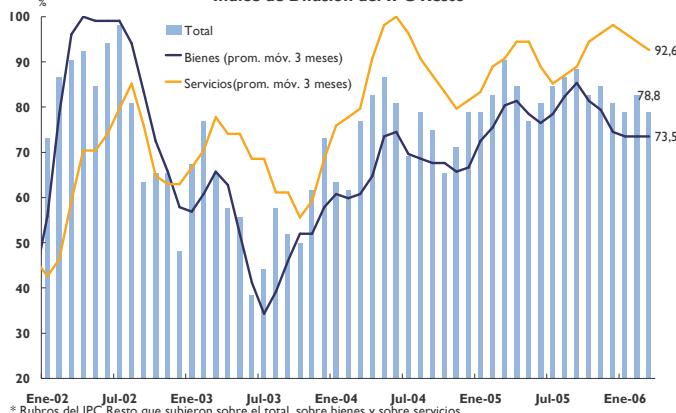
Cuadro VIII.1

Variaciones de los Principales Rubros del IPC y su Incidencia (en %)

	Mar-06	Mar-05	I-05		II-05		III-05		IV-05		I-06	
			Variación	Incidencia	Variación	Incidencia	Variación	Incidencia	Variación	Incidencia	Variación	Incidencia
IPC	11,1	11,1	4,0	4,0	2,0	2,6	3,1	3,1	2,9	2,9		
Estacionales												
Frutas	15,4	1,6	3,5	0,4	-0,8	7,2	3,8	0,4	4,5	0,5		
Verduras	21,3	3,0	-4,5	-0,1	-1,4	11,2	5,0	0,1	5,1	0,1		
Ropa Exterior	14,6	0,3	11,3	0,2	2,7	28,4	-1,4	-0,3	11,1	0,2		
Transporte por Turismo	14,0	0,4	1,7	0,1	5,9	-0,9	7,6	0,2	1,0	0,0		
Alojamiento y Excursiones	13,7	0,2	-2,2	-0,0	-1,5	1,2	12,2	0,1	1,5	0,0		
Regulados	15,2	0,4	7,8	0,3	-7,4	0,9	17,2	0,4	5,2	0,1		
IPC Resto	12,5	9,2	4,6	3,3	2,5	2,8	3,5	2,6	3,1	2,3		
IPC Resto Servicios	17,0	4,7	5,6	1,5	4,0	3,2	4,4	1,1	4,4	1,2		
Medicina Prepaga	16,5	0,7	8,5	0,3	7,4	1,5	6,8	0,3	6,0	0,2		
Colegios	27,6	0,6	7,8	0,2	7,4	1,8	3,4	0,1	13,0	0,3		
IPC Resto Bienes	10,0	4,6	4,1	1,9	1,6	2,7	3,0	1,4	2,4	0,3		
IPC Resto Bienes s/Carnes	8,5	3,1	3,0	1,1	1,6	2,3	2,3	0,7	2,1	0,7		
Carnes	15,8	1,5	8,5	0,8	0,4	3,6	7,5	0,7	3,6	0,3		
Productos lácteos	9,4	0,4	7,5	0,3	0,9	5,5	2,3	0,1	-0,4	-0,0		

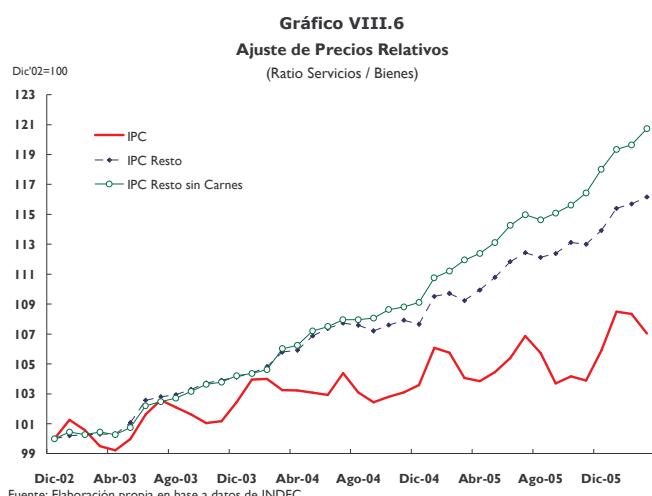
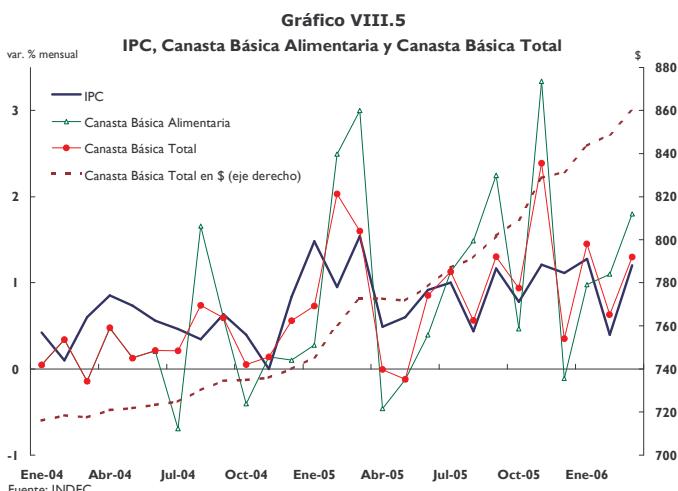
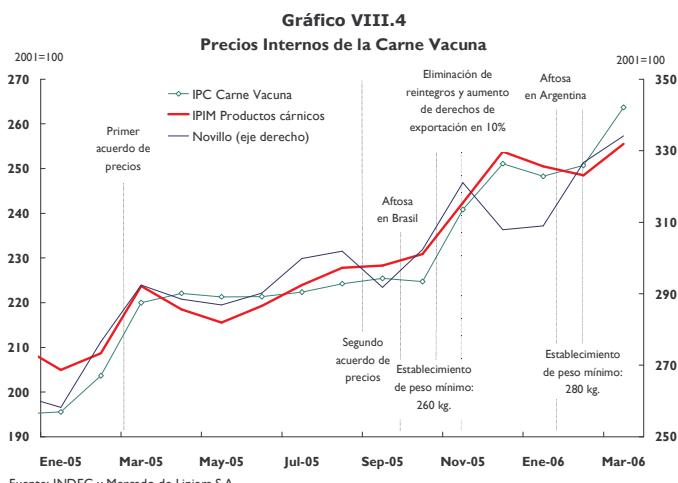
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico VIII.3
Índice de Difusión del IPC Resto*



* Rubros del IPC Resto que subieron sobre el total, sobre bienes y sobre servicios

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



Los componentes más volátiles, como las frutas y verduras, tuvieron subas más pronunciadas a las ocurridas en años anteriores, lo que impulsó al alza el rubro Alimentos y bebidas. A esta situación, se agregó el encarecimiento de la carne vacuna, que operó sobre el IPC Resto, fundamentalmente en el final del trimestre. En efecto, el rubro carne vacuna del IPC se incrementó 5,2% en marzo y 5% en el trimestre, determinando que en los últimos 12 meses el alza se ubique en 19,8% (ver Gráfico VIII.4).

Este encarecimiento de los alimentos tuvo su correlato en la Canasta Básica Alimentaria (CBA) que aumentó 3,9% en el trimestre, valor elevado pero más bajo que la suba que se verificó en el primer trimestre del año pasado (5,9%; ver Gráfico VIII.5).

En el inicio de 2006 persistió el ajuste de precios relativos en favor de los servicios, aún cuando el IPC Bienes subió más que el IPC Servicios en dos de los últimos tres meses. En esos meses tuvo una importante incidencia el comportamiento de los rubros estacionales y volátiles, ya que cuando se excluyen estos productos y se compara la evolución del IPC Resto Bienes con el IPC Resto Servicios, el ajuste aún persiste (ver Gráfico VII.6)

Para el segundo trimestre se espera que continúe la tendencia más moderada de la inflación minorista observada en el primero, situación que se vincularía en parte a factores estacionales. Sin embargo, el IPC Resto mantendría el ritmo de incremento mensual actual y los rubros regulados seguirían sin mostrar mayores cambios. Así, se estima que la inflación minorista continuaría descendiendo en el segundo semestre para ubicarse dentro del rango de 8% a 11% previsto en el Programa Monetario 2006.

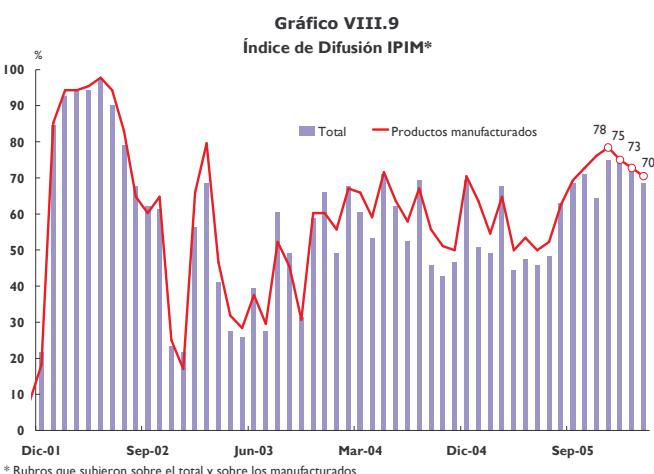
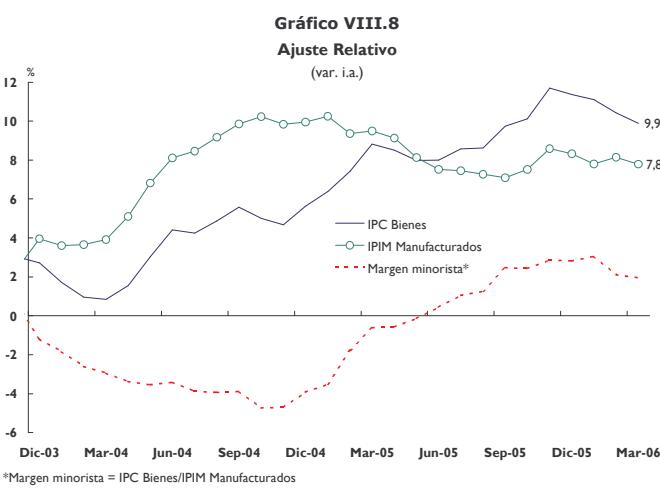
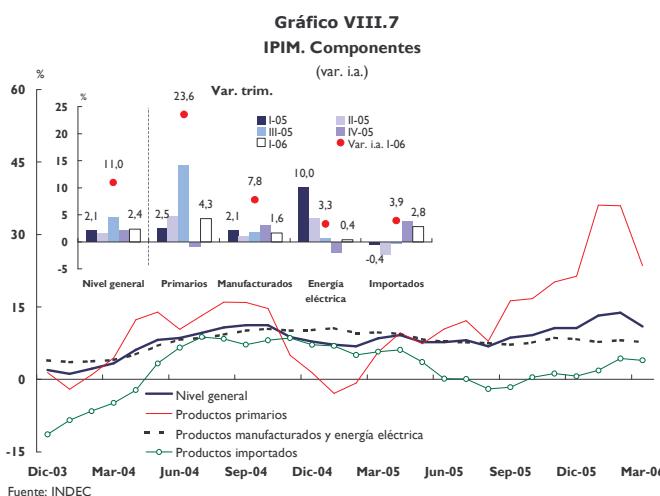
De todas formas, el continuo aumento de los precios de algunos alimentos y *commodities* industriales, junto con los posibles efectos de las negociaciones salariales incidirán en la evolución de la inflación en el mediano plazo.

VIII.3 Precios Mayoristas

Los precios mayoristas medidos por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) aumentaron en torno a 0,8% mensualizado (11% i.a.) en el primer trimestre, cifra levemente superior a la registrada en períodos previos, pero que no presenta mayores riesgos de traslado hacia los precios al consumidor (ver Gráfico VIII.7).

Los precios de los Productos primarios son los que están imponiendo el ritmo de ajuste en el índice mayorista (1,4% promedio mensual; 23,6% i.a.), alentados principalmente por los altos incrementos en los precios del petróleo crudo y gas natural (1,7% promedio mensual; 40,6% i.a.). Las subas más moderadas en los productos agropecuarios (1,1% promedio mensual; 9,5% i.a.) ayudaron a contener el rubro.

Asimismo, la aceleración que se observa desde comienzos de 2005 responde, básicamente, a las continuas alzas en las cotizaciones del petróleo y, en segundo lugar, en los precios de la carne vacuna, ya que tanto los productos agrícolas como el resto de las carnes presentaron movimientos erráticos sin una tendencia determinantemente positiva.



Cabe destacar que en el caso de la carne vacuna, las medidas adoptadas por el Gobierno, particularmente las restricciones a las exportaciones, lograron desacelerar las subas sobre el final del mes de marzo, situación que podría reflejarse con mayor fuerza en el índice del próximo trimestre, ya sea con una baja de precios o como una nueva desaceleración.

Un dato alentador está dado por el movimiento que se observó en los precios de los Productos manufacturados, con subas que se mantuvieron en torno a 0,6% mensual. De esta forma, continúan acotadas las presiones sobre los márgenes minoristas y, en consecuencia, se limita un eventual traslado a los precios por subas en los costos (ver Gráfico VIII.8). Las variaciones de precios de los productos que integran este rubro fueron relativamente homogéneas, con los incrementos superiores a la media concentrados en los ítems correspondientes a maquinarias y equipamiento.

Adicionalmente, desde comienzos de año se puede distinguir una reducción en la difusión de las subas de precios en los Productos manufacturados, que en el último mes del trimestre se redujo a 70% tras alcanzar un máximo en diciembre pasado de 78%. Este comportamiento fue replicado por el total del IPIM, donde la difusión se mantuvo incluso por debajo de la verificada por las manufaturas (ver Gráfico VIII.9).

Por su parte, el rubro Energía eléctrica (0,1% promedio mensual; 3,3% i.a.) presentó niveles de inflación bajos en tanto que en los Productos importados se verificó una leve aceleración aunque en términos anuales permanece contenida (0,9% promedio mensual; 3,9% i.a.). Todo esto contribuyó a mantener las subas del Nivel general del IPIM en valores que no generan presiones relevantes para el traspaso de costos a precios minoristas.

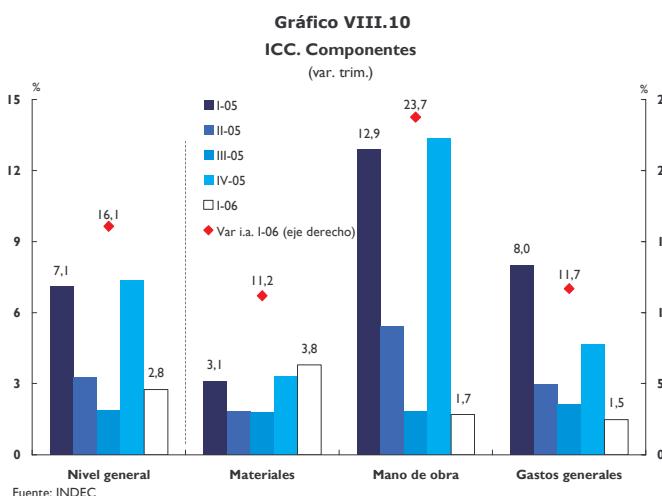
VIII.4 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción continuaron en aumento, finalizando el trimestre con un alza de 2,8% (16,1% i.a.) de acuerdo con el Índice de Costos de la Construcción (ICC). La suba con respecto a diciembre de 2005 estuvo impulsada principalmente por los costos de los Materiales, en un contexto de sostenida expansión en la actividad sectorial (ver Gráfico VIII.10).

En términos interanuales la dinámica de los costos se presenta diferente, con los costos de Mano de obra (23,7% i.a.) creciendo muy por encima del Nivel general, en tanto que los Gastos generales (11,7% i.a.) y Materiales (11,2% i.a.) mostraron alzas considerablemente más bajas.

La suba en los costos de Materiales se aceleró en los últimos meses. Esto se debió a que a los incrementos en los materiales que contienen una alta proporción de insumos transables (principalmente hierro y cobre que aumentaron sus cotizaciones a nivel internacional), se sumaron las subas en aquellos artículos que se mantenían más rezagados desde la salida de la crisis.

El aumento en el costo de la Mano de obra de 1,7% imputado en el trimestre estuvo muy por debajo de lo verificado en igual período de 2005 (12,9%) y en el trimestre pasado (14,1%). De todos modos, se puede esperar que en los próximos meses este componente del



costo de la construcción continúa creciendo, dada la persistente demanda de trabajadores, en un marco de sostenido crecimiento de la actividad de la construcción, que hoy no presenta signos de interrupción en su tendencia (ver Sección III).

Por su parte, la suba trimestral de 1,5% en los Gastos generales fue la menor desde mediados de 2003, continuando con los signos de desaceleración que se observaron en algunos momentos del año pasado.

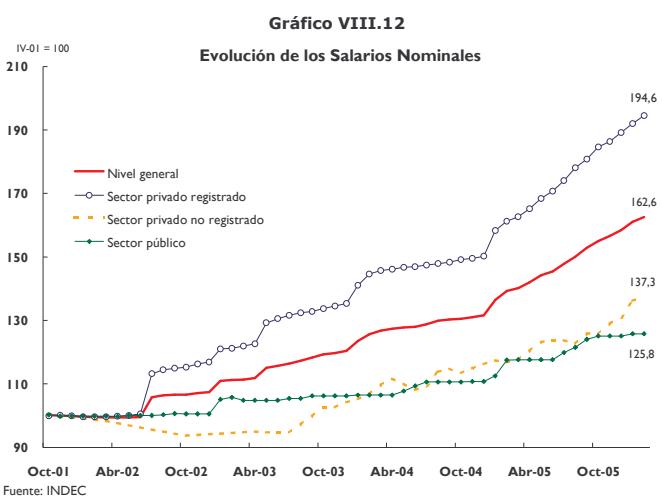
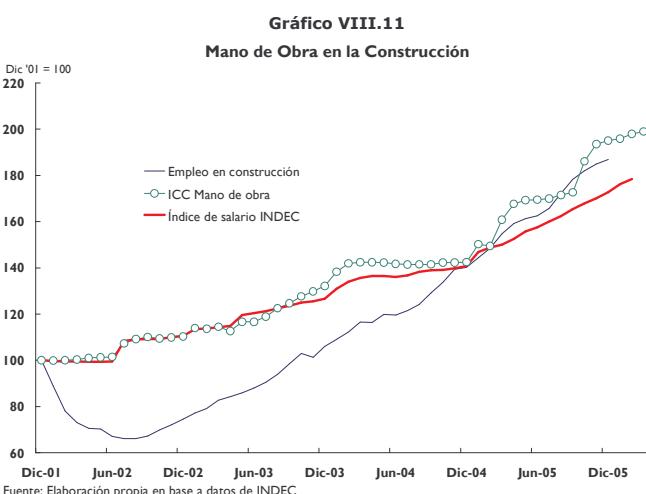
Para los próximos meses se espera que el ICC mantenga la tendencia alcista, principalmente porque los fundamentos que motorizan la actividad de la construcción se mantienen sólidos, a lo que habría de añadirse el impacto de la negociación colectiva del sector y las del resto de la economía, en un marco de ajustada coyuntura laboral en este sector, cuyos salarios mantienen tasas de crecimiento por encima del promedio de la economía y una demanda de mano de obra que también se mantiene elevada (ver Gráfico VIII.11).

VIII.5 Salarios

Los salarios nominales de la economía habrían superado durante el primer trimestre la suba de precios minoristas, generando por ende una nueva recuperación del salario real. El alza estuvo explicada mayormente por el sector informal y fue acompañada por las remuneraciones privadas formales (ver Gráfico VIII.12 y Sección IV).

Los salarios no registrados, luego de haberse mantenido rezagados con respecto al crecimiento de los precios en los dos trimestres previos, habrían logrado en los primeros meses del año una fuerte alza que casi habría duplicado la suba del IPC. Por su parte, la continuación de las negociaciones salariales permitió a los empleados del sector privado registrado mantener un incremento nominal similar al de los tres trimestres previos. En el sector público no se observaron cambios relevantes con excepción de los aumentos otorgados en algunas provincias como Santa Cruz y Buenos Aires, pero no se descarta que en los próximos meses se definan nuevas subas.

En los próximos meses, se verificaría una importante suba en los salarios de los empleados privados registrados a partir de algunos acuerdos realizados el año pasado, como en la construcción, y los firmados recientemente en un importante grupo de ramas como es el caso de camioneros, bancarios, transporte, alimentación y porteros. Teniendo en cuenta los aumentos pactados en la mayoría de los convenios es de prever que los salarios promedio de la economía en 2006 vuelvan a crecer por encima de los precios al consumidor, aunque con una variación inferior al 20,3% i.a. registrado en todo 2005.





IX. RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO (REM)

IX.1 Síntesis

Las expectativas de inflación para 2006 descendieron en el trimestre, particularmente en el mes de marzo, y se ubican 0,8 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del registro máximo del REM alcanzado en enero de 2006. De este modo, la mediana de inflación para el año se ubica en 12,2%, reduciéndose también el desvío standard de estas estimaciones que se sitúa en 1,3%, reflejando un mayor consenso entre los participantes del REM acerca del comportamiento de los precios minoristas en los próximos meses.

Las expectativas de crecimiento real de la economía para fin de 2006 fueron ajustadas hacia arriba durante el trimestre y el REM espera que el PIB real crezca 7,4%. Al mismo tiempo, las previsiones de Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) aumentaron nuevamente y la mediana para fin de año se ubica en 16,5%, consolidándose como el principal impulsor de la economía.

Las variables monetarias no exhibieron grandes fluctuaciones a lo largo del trimestre. En particular, la mediana del Agregado Monetario M2 para 2006 se ubica en \$122.000 millones, stock que se encuentra dentro de las bandas estipuladas en el Programa Monetario 2006 (\$116.265 millones–\$126.222 millones).

Gráfico IX.1

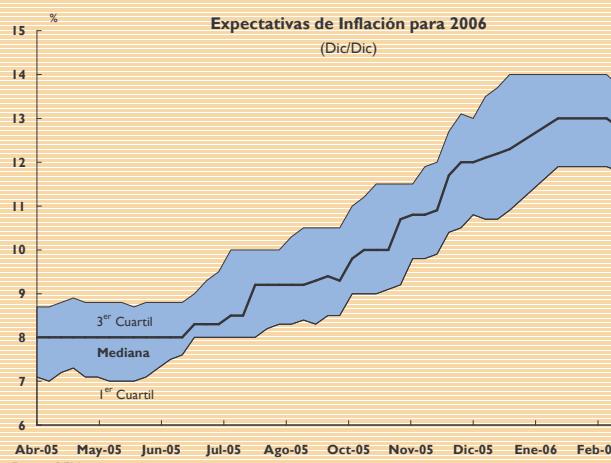
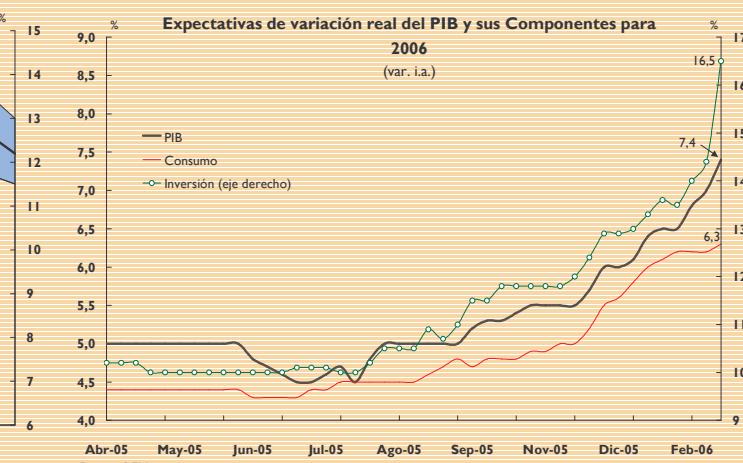
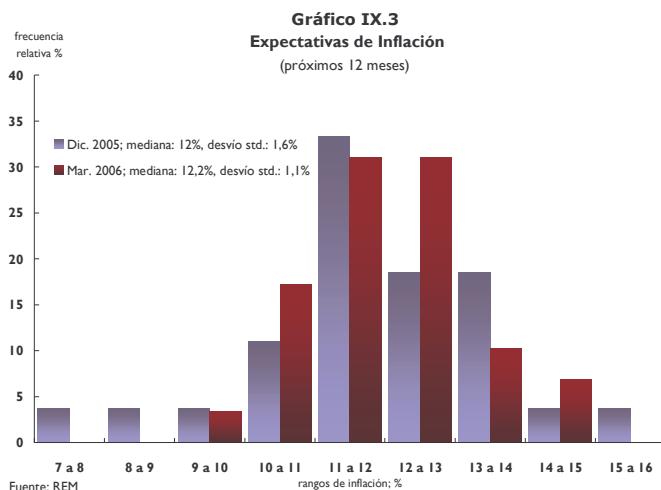


Gráfico IX.2



Fuente: REM



IX.2 Evolución y Principales Resultados

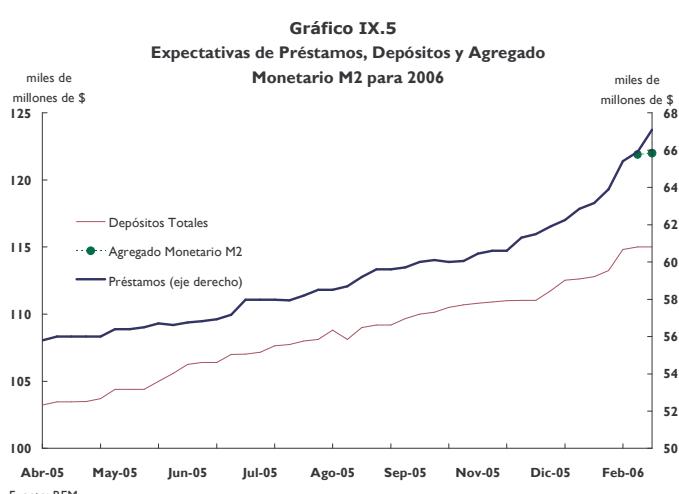
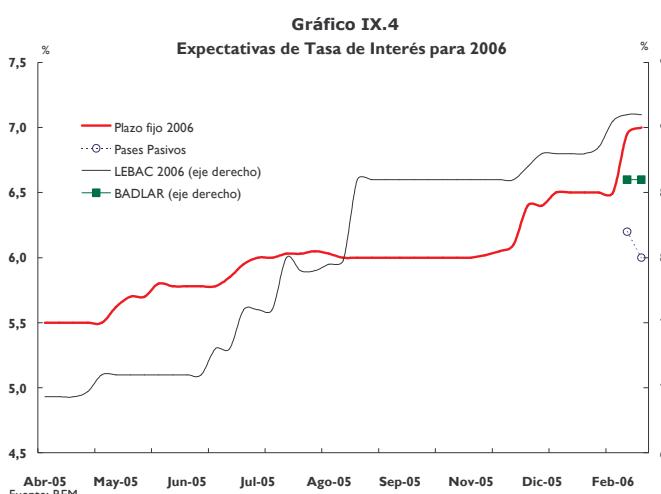
Las expectativas de inflación para 2006 se redujeron en el primer trimestre del año, según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Si bien en el primer bimestre predominó un aumento en las previsiones, en el mes de marzo este comportamiento se vio contrarrestado por una caída que ubica a la mediana de inflación para fin de año en 12,2%, es decir, 0,1 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del nivel proyectado en el **Informe de Inflación** anterior. También se redujo 0,5 p.p. el desvío *standard* de estas estimaciones y se sitúa en 1,3%, reflejando un mayor consenso entre los participantes del REM acerca del comportamiento de los precios minoristas durante el año. Esta menor dispersión se vio reflejada en las expectativas de la inflación para los próximos 12 meses (hasta febrero de 2007) cuyo desvío *standard* descendió 0,5 p.p. y se ubica en 1,1% (ver Gráficos IX.1 y IX.3).

Una evolución diferente mostró la mediana de las proyecciones del Índice de Salarios, que aumentó 1,0 p.p. esperándose, de acuerdo al REM, un incremento de 16% en el año. Por su parte, la previsión para la Tasa de Desocupación se redujo 0,3 p.p. y el desempleo descendería a fin de año a 9,3% de la Población Económicamente Activa (PEA).

Luego de conocerse los resultados del PIB correspondientes al cuarto trimestre de 2005, las previsiones sobre la evolución del nivel de actividad económica para 2006 aumentaron nuevamente. De acuerdo al REM, se espera que el crecimiento real de la economía alcance a 7,4% en el año, 0,9 p.p. por encima de la estimación del trimestre anterior. Este mayor crecimiento esperado en el PIB responde al mejor comportamiento que se vislumbra en la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), ya que la mediana de esta variable subió 3 p.p. para 2006 y se ubica en 16,5%. Un aumento algo menor tuvieron las previsiones de Consumo²⁵, que subieron 0,1 p.p. en el trimestre y el mercado espera un aumento de 6,3% en el año (ver Gráfico IX.2).

Las previsiones sobre la tasa de interés Plazo Fijo en pesos a 30-44 días y sobre la tasa de interés de las LEBAC en pesos a un año de plazo aumentaron a lo largo del trimestre. La mediana de la tasa de Plazo Fijo creció 50 puntos básicos (p.b.) y se ubica en 7% para diciembre de 2006, mientras que las previsiones para la tasa de interés de las LEBAC para el mismo período subieron 20 p.b. y la mediana se sitúa en 9,50%. Los primeros resultados del REM acerca de la tasa de interés BADLAR promedio de Bancos Privados indican que se ubicaría en 9% a fin de 2006, mientras que la tasa de interés de pases pasivos a 7 días llegaría a 6% (ver Gráfico IX.4).

Por su parte, la mediana de las expectativas sobre el *stock* de Depósitos para fin de año subió \$1.750 millones entre enero y marzo y ascendió a \$115.000 millones en diciembre (18,2% del PIB), mientras que las previsiones para el *stock* de Préstamos para el mismo período crecieron \$3.200 millones y alcanzarían a \$67.100 millones (10,6% del PIB). La mediana del Agregado Monetario M2 para diciembre se ubica en \$122.000 millones, *stock* que se encuentra dentro de las bandas estipuladas en el Programa

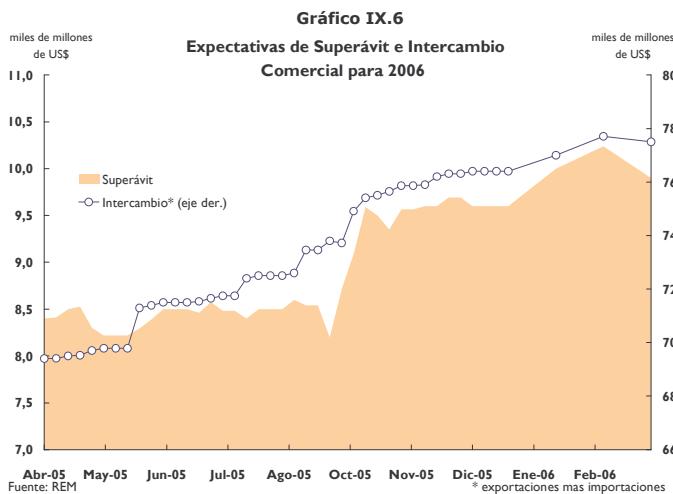


²⁵ El formato de la variable Consumo relevada por el REM se compone de la suma del Consumo Privado, el Consumo Público y la Discrepancia Estadística.

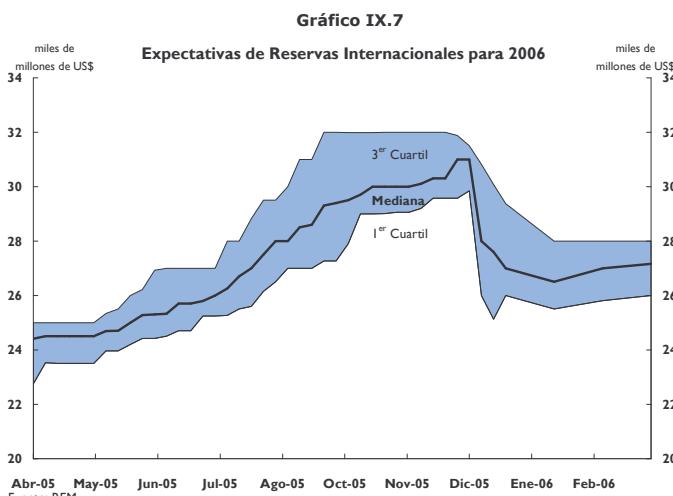


Monetario 2006 (\$116.265 millones–\$126.222 millones) (ver Gráfico IX.5).

La evolución positiva de las finanzas públicas durante 2005 es un comportamiento que el REM espera que continúe a lo largo de 2006. Esta tendencia se puede observar en el crecimiento que tuvo la mediana de las expectativas de Recaudación Tributaria Nacional: subió \$6.375 millones con respecto al trimestre anterior y la recaudación alcanzaría a fin de 2006 los \$142.375 millones (22,5% del PIB). Los mayores ingresos tributarios proyectados también se reflejaron en la mediana del Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) que aumentó \$895 millones y asciende a \$22.500 millones (3,6% del PIB) para 2006. Las estimaciones del mercado sobre el desempeño del Resultado Primario en 2006 son mayores, en términos nominales y en porcentaje del PIB, que las previstas en el Presupuesto Nacional 2006²⁶. Sin embargo, los valores esperados por el REM en porcentaje del PIB, tanto para la Recaudación como para el Resultado Primario, son similares a los resultados alcanzados en 2005.



Para el sector externo, el comportamiento de las expectativas fue favorable durante los primeros tres meses del año. De acuerdo al REM se espera que el superávit de la Balanza Comercial ascienda a US\$9.900 millones para 2006, aproximadamente US\$1.400 millones por debajo del nivel alcanzado en 2005. En este sentido, la mediana de las exportaciones aumentó US\$700 millones a lo largo del trimestre y las ventas externas alcanzarían a fin de año US\$43.700 millones, mientras que la mediana de las Importaciones subió US\$400 millones y el REM prevé que alcance US\$33.800 millones para el mismo período (ver Gráfico IX.6).



Las expectativas de Reservas Internacionales crecieron \$159 millones a lo largo del trimestre y, de esta manera, el *stock* ascendería a US\$27.159 millones a fin de 2006. De confirmarse la previsión del mercado, el *stock* de Reservas para fin de año se ubicaría apenas por debajo del alcanzado a fines de 2005 (ver Gráfico IX.7).

La revisión metodológica llevada a cabo en el primer trimestre de 2006 finalizó con la incorporación al Relevamiento de las variables: tasa de interés BADLAR promedio de Bancos Privados, tasa de interés de pasos pasivos a 7 días y Agregado Monetario M2. Por otra parte, entre enero y marzo se mantuvieron muy altos los niveles de participación incluso en estas variables, y el REM cuenta con 55 participantes habilitados para cargar estimaciones. Finalmente, el 3 de abril se comenzaron a encuestar las proyecciones para el año 2007 y se publicarán los primeros resultados el próximo 3 de mayo de 2006.

²⁶ 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. MARZO DE 2006

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2007-FEB			
	Promedio	Mediana	Desvio	
IPC: var. 12 meses; en %	12,2	12,2	1,1	
VARIABLES	2006-FEB			
Precios	Promedio	Mediana	Desvio	
IPC: var. mensual; en %		1,0	0,1	0,8
IPC: var. interanual implícita; en % ¹		10,9	10,9	11,3
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)				
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %	1,07	1,08	0,28	1,26
Monetarias y Financieras	2006-MAR			
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mil. de \$		106.367	106.300	429
Depositos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$	102.129	102.074	706	103.525
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$	56.002	56.020	490	57.271
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %	5,9	5,8	0,2	6,1
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %				9,0
Tasa de Interés: Pasos Pasivos en \$ a 7 días; en %	5,1	5,0	0,2	5,2
Tasa de Interés: BANGLAR promedio mensual de bccs, priv. a 30 días en \$; en %	7,9	8,1	0,7	8,1
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$/US\$	3,07	3,08	0,01	3,07
Actividad Económica	2006-ABR			
EMAE: var. interanual; en %	8,7	8,9	0,7	8,6
EMI: var. interanual; en %				7,3
Sector Externo	2006-MAY			
Exportaciones; en mil. de us\$	3.101	3.070	178	3.415
Importaciones; en mil. de us\$	2.313	2.300	123	2.612
Fiscales	2006-ANL			
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$		10.777	10.653	422
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$		1.642	1.652	289

2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2006-TR1			
	Promedio	Mediana	Desvio	
Actividad Económica	2006-TR2			
PIB a precios constantes; variación interanual; en %	8,7	8,8	0,9	7,8
PIB a precios corrientes; en mill. de \$				0,4
Consumo Total a precios constantes; variación interanual; en %	7,1	7,0	0,7	6,4
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	22,5	22,5	4,8	18,3
Tasa de desocupación; en %	10,4	10,4	0,4	10,0
Sector Externo	2006-ANL			
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	963	972	445	1.663
Monetarias y Financieras	Reservas Internacionales; fin de período; en mill. de US\$			
	21.099	21.100	1.349	23.392
				23.550
				1.395
				27.089
				27.159
				1.008

¹ Esta variable no es relevada en el REM y su valor se obtiene implícitamente a partir de los resultados del mismo. Asimismo, este dato surge implícitamente de las estimaciones de variación mensual del IPC.



GLOSARIO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

\$: Pesos argentinos	CFI: Coparticipación Federal de Impuestos
€: Euro	CIF: Cost of Insurance and Freight
acum.: Acumulado	CMN: Comité Monetario Nacional
ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores	CNV: Comisión Nacional de Valores
AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos	contrib.: Contribución
AFJP: Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones	Copom: Comité de Política Monetaria (Brasil)
AIP: Aglomerados del Interior del País	Cta. Corriente: Cuenta Corriente
ANL: Anual	DEG: Derechos Especiales de Giro
ANSES: Administración Nacional de Seguridad Social	Dep: Depósitos
Art.: Artículo	DGA: Dirección General de Aduanas
ART: Aseguradora de Riesgo de Trabajo	DGI: Dirección General Impositiva
AT: Adelantos transitorios	DISC: Bono Descuento
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	DPN: Deuda Pública Nacional
BCB: Banco Central de Brasil	EE.UU.: Estados Unidos
BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Efvo: Efectivo
BCE: Banco Central Europeo	EI: Encuesta Industrial
BCRA: Banco Central de la República Argentina	EIL: Encuesta de Indicadores Laborales
BID: Banco Interamericano de Desarrollo	EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica
BIRF: Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento	EMBI+: Emerging Markets Bond Index
BJ: Banco de Japón	EMI: Estimador Mensual Industrial
BM: Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA	ENGH: Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares
BOCON: Bonos de Compensación Nacional	EPH: Encuesta Permanente de Hogares
Boden: Bonos del Estado Nacional	EPH continua: Nueva Encuesta Permanente de Hogares
Bogar: Bono Garantizado	EPH puntual: Encuesta Permanente de Hogares Tradicional
Bonar V: Bono de la Nación Argentina en dólares	Eurostat: Oficina de Estadística de la Unión Europea
Bovespa: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo	FCI: Fondos Comunes de Inversión
CBA: Canasta Básica Alimentaria	Fed Funds: Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de los EE.UU.
C-Bond: Bono soberano de Brasil	FF: Fideicomisos Financieros
CBT: Canasta Básica Total	FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas
CC: Cuenta corriente	FMI: Fondo Monetario Internacional
CCBCRA: Cuenta Corriente en el BCRA	FOB: Free on Board
CEDRO: Certificado de Depósitos Reprogramados	FOMC: Federal Open Market Committee (EE.UU.) (Comité Federal de Mercado Abierto)
CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia	GBA: Gran Buenos Aires
	Gto Prim. : Gasto primario



ha: Hectáreas	m²: Metros cuadrados
i.a.: Interanual	M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$
IAPC: Índice Armonizado de Precios al Consumidor	M3: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$
IBGE: Instituto Brasileiro de Geografía e Estatística (Brasil)	MAE: Mercado Abierto Electrónico
IBIF: Inversión Bruta Interna Fija	MERCOSUR: Mercado Común del Sur
ICC: Índice del Costo de la Construcción	Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires
ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias	mill.: Millones
IDL: Índice de Demanda Laboral	MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario
IED: Inversión Extranjera Directa	MOI: Manufacturas de Origen Industrial
IFI: Instituciones Financieras Internacionales: FMI, BID y BIRF	MRO: Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)
IGBVL: Índice General de la Bolsa de Valores de Lima	MTySS: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social
INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos	MULC: Mercado Único y Libre de Cambios
IOO: Índice de Obreros Ocupados	NAFTA: North American Free Trade Agreement
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	NF: No Financiero
IPC: Índice de Precios al Consumidor	NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)
IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	NY: Nueva York
IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada	O/N: Overnight
IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor	OCT: Operaciones Concertadas a Término
IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor	p.b.: Puntos básicos
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	p.p.: Puntos porcentuales
IRD: Inversión Real Directa	PAR: Bono Par
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	PCE: Price Index for Personal Consumption Expenditure
ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos	PDVSA: Petróleos de Venezuela S.A.
ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	PEA: Población Económicamente Activa
IVA: Impuesto al Valor Agregado	PIB: Producto Interno Bruto
IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado recaudado por la DGA	PJyJH: Plan Jefas y Jefes de Hogar
IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado recaudado por la DGI	PM 2006: Programa Monetario 2006
IVF: Índice de Volumen Físico	PN-06: Presupuesto Nacional 2006
kg.: Kilogramos	PP: Productos Primarios
Latam: América latina	PRE: BOCON Previsional
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	PRO: BOCON Proveedores
LFCF: LatinFocus Consensus Forecast	Prod: Productos
LIBOR: London Interbank Offered Rates	Prom. mov.: Promedio móvil
M1: Billetes y monedas + cuentas corrientes en \$	Prom.: Promedio
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	PURE: Programa de Uso Racional de la Energía
	PyMEs: Pequeñas y Medianas Empresas



R\$: Reales brasileños	tns: Toneladas
REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado	TR: Trimestre
Repo: Tasa sobre pasos activos del Banco de Inglaterra, utilizada como tasa de interés de referencia	Trim.: Trimestral
Rofex: Rosario Futures Exchange (Mercado a término de Rosario)	UADE: Universidad Argentina de la Empresa
S.A.: Sociedad Anónima	UCI: Utilización de la Capacidad Instalada
s.e.: Serie sin estacionalidad	US\$/b: Dólares por barril
s.o.: Serie original	US\$: Dólares estadounidenses
SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos	USDA: United States Department of Agriculture (Secretaría de Agricultura de los EEUU)
SCyE: Seguro de Capacitación y Empleo	UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
Selic: Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)	UVP: Unidades Vinculadas al PIB
SEM: Semestre	var.: Variación
SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones	VE: Valor efectivo
SPNF: Sector Público Nacional no Financiero	VN: Valor nominal
SPP: Sector Público Provincial	WTI: West Texas Intermediate (petróleo de referencia en Argentina)
TI: Términos del Intercambio	XN: Exportaciones Netas
