

INFORME DE INFLACIÓN



Banco Central
de la República Argentina

Tercer Trimestre de 2004



INFORME DE INFLACIÓN

Banco Central
de la República Argentina

Tercer Trimestre de 2004

Banco Central de la República Argentina

Julio 2004
ISSN: 1668-0561
Edición electrónica

Reconquista 266
Capital Federal, Argentina
C1003ABF. Tel.: 4348-3500
www.bcra.gov.ar

El contenido de esta publicación puede
reproducirse libremente siempre que se cite
la fuente. Para comentarios o consultas:
coyunturaeconomica@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 julio, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de junio de 2004. La próxima publicación del Informe de Inflación, correspondiente al cuarto trimestre de 2004, será el 20 de octubre a través de internet.

Buenos Aires, 21 de julio de 2004



Índice

I.	Visión Institucional	7
II.	Contexto Internacional	11
	Apartado 1. La corrección del precio de las materias primas	17
III.	Actividad Económica	19
	Apartado 2. Actividad económica y superávit fiscal: el test del segundo trimestre	22
IV.	Empleo y Salarios	28
V.	Sector Externo	31
VI.	Finanzas Públicas	36
VII.	Política Monetaria y Mercado de Activos	41
	Apartado 3. Mercado de Pases: Reasignación de liquidez y tasa de interés de referencia	46
	Apartado 4. La recuperación del crédito al sector privado	53
VIII.	Inflación	55
	Apartado 5. Índices de precios regionales y la necesidad de un IPC nacional	58
IX.	Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)	63
	Resultados del REM	66
	Glosario de Abreviaturas y Siglas	67



I. VISIÓN INSTITUCIONAL

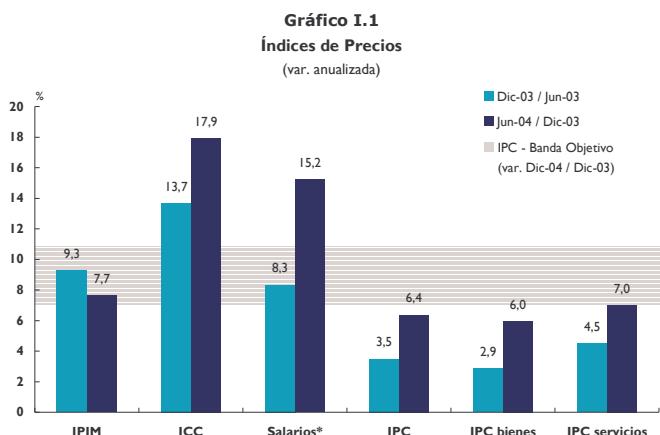
Las variables macroeconómicas continúan dibujando, con rezagos y ritmos naturalmente variados, un proceso de normalización del ciclo económico en el que conviven ajustes pendientes de precios relativos con una gradual convergencia del crecimiento económico hacia tasas compatibles con la estabilidad de precios de largo plazo. Durante el segundo trimestre del año estos ajustes se vieron potenciados por factores especiales, muchos de ellos previstos en anteriores Informes de Inflación, que redundaron en una desaceleración del PIB y un aumento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) más pronunciados que en la verdadera tendencia y, por lo tanto, más transitorios que permanentes.

Empezando por la actividad económica, luego de un fuerte crecimiento del PIB real en el primer trimestre (1,7% desestacionalizado y 11,2% interanual), el segundo trimestre mostró, al igual que el año pasado, una fuerte desaceleración (ver Apartado 2). Esa evolución se explica, en primer lugar, por la concentración de la recaudación impositiva en el bimestre mayo-junio, que tuvo un impacto sobre las familias y sobre el capital de trabajo de las empresas, en especial sobre aquellas de pequeña y mediana envergadura. A raíz de tal circunstancia se relegaron no sólo decisiones de inversión sino también de consumo, que se materializarían durante el segundo semestre de la mano de la recuperación del crédito. En menor medida, influyeron en la desaceleración los cuellos de botella asociados al problema energético, que llevaron al adelantamiento de producción hacia el primer trimestre por algunas empresas ante una inminente situación de escasez energética que luego no se materializó. Es conveniente analizar entonces la evolución de la actividad económica durante el primer semestre como un único bloque ya que la composición trimestral de la misma se encuentra viciada del impacto de los factores extraordinarios mencionados. Algo similar ocurre con el análisis de la evolución de la tasa de desempleo. En efecto, ésta se redujo menos de lo estimado, ya que los factores estacionales que justificaron la evolución trimestral no pudieron ser incorporados a la proyección por la breve historia de la serie.

Más allá de estos factores especiales, el ciclo económico sigue mostrando un incremento del consumo liderado por los nuevos empleos y aumento de salarios, de la inversión ante las expectativas de una demanda tonificada, y de las exportaciones, producto de un tipo de cambio competitivo, buenos precios internacionales y la recuperación económica en Brasil.

La inflación terminó el segundo trimestre con una variación interanual del 4,9% según el IPC, en línea con las previsiones del Informe de Inflación anterior y con ajustes de precios relativos que terminaron más concentrados en el segundo trimestre que distribuidos a lo largo del semestre. En la segunda mitad del semestre el IPC registró una variación del 2,2%, acumulando de esta manera 3,3%, algo menos del 7% anualizado.

Durante el primer semestre del año los aumentos de *precios administrados* contribuyeron con 0,8 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento del IPC. Para los servicios regulados, los incrementos se dieron principalmente en el área de la energía, aunque su impacto sobre los precios minoristas fue acotado debido al esquema de implementación (mayores aumentos para las empresas y



* Los datos de salarios están hasta el mes de mayo de 2004

Nota: Las series del IPC, IPC bienes e IPC servicios son desestacionalizadas

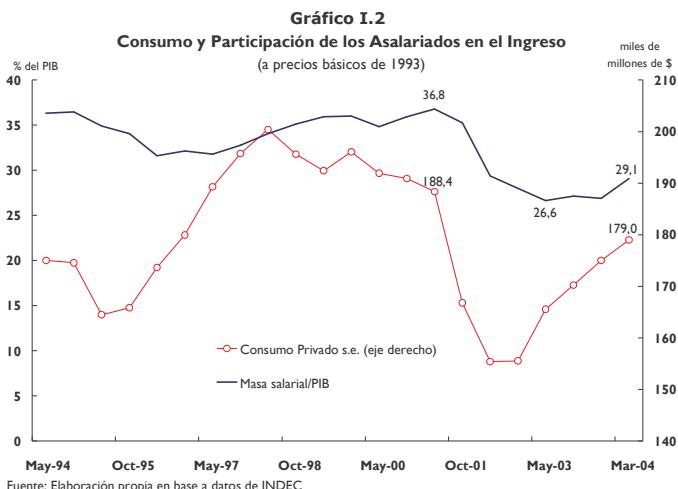
Fuente: INDEC

menores para las familias). En el caso de los combustibles líquidos, los aumentos fueron moderados por el acuerdo implícito entre las empresas petroleras y el Gobierno. Los precios de los cigarrillos, con un alto componente impositivo, aumentaron nuevamente a fines de junio, dejando un impacto adicional para julio. Los aumentos de precios no administrados, por ajustes pendientes y esperados de *precios relativos*, contribuyeron con 0,4 p.p., fundamentalmente a través del traslado de mayores costos salariales y energéticos y de una natural recomposición de márgenes de comercialización en el sector minorista. Finalmente, unos 0,3 p.p. provienen del aumento de algunos *precios muy volátiles* de alimentos, debido a problemas climáticos en el norte del país, que deberían corregirse en los próximos meses. La inflación subyacente (corregida por aumentos temporarios o aquellos que ocurren de una sola vez) se mantiene alrededor del 4% en el que cerró el 2003.

Para el resto del año se espera que se moderen las presiones de precios por el lado de la oferta, a partir de una desaceleración en los precios regulados y en los costos mayoristas. No obstante, el vigor de la demanda interna seguirá favoreciendo la recomposición de márgenes minoristas durante la segunda mitad de 2004, mientras que los aumentos postergados de precios regulados repercutirán en los índices de inflación de 2005. De esta forma, el tercer trimestre culminaría con una variación interanual del IPC (que abarca Capital Federal y Gran Buenos Aires) de entre 6,0% y 6,5%, mientras que en diciembre se ubicaría dentro del rango objetivo de 7%-11%, aunque muy próximo a su piso. Si bien no se cuenta todavía con datos que reúnan un mínimo de calidad estadística satisfactoria a nivel nacional, cierta información preliminar nos indica que los precios estarían registrando en el interior del país variaciones interanuales similares a las capturadas por el IPC (ver Apartado 5).

En cuanto a la composición del crecimiento, éste sigue liderado por el gasto interno. El consumo continúa con el impulso dado por el empleo y la recomposición de los salarios, así como por la menor incertidumbre que los asalariados perciben sobre su situación laboral futura. Además, en los últimos meses se agrega el impulso adicional del crédito sobre el gasto interno. La inversión también sigue creciendo a tasas muy elevadas que permiten confirmar el crecimiento del stock de capital en 2004. El sector externo continúa mostrando un excedente de Cuenta Corriente de la mano de un abultado superávit comercial. Las exportaciones siguen creciendo ayudadas por altos precios de los principales productos de exportación y el reciente dinamismo de nuestro principal socio comercial, Brasil. Las importaciones, ligadas al ciclo económico local, crecen a un ritmo superior al de las ventas externas, lo que lentamente está reduciendo el superávit de Cuenta Corriente, que se ubicaría en 3% del PIB a fines de 2004.

Por el lado de la oferta, se destaca el dinamismo que tomó el nivel de actividad de los servicios, mientras que la producción de bienes mostró una desaceleración durante el segundo trimestre del año. En la industria, la mencionada postergación de algunas paradas técnicas contribuyó a explicar su dinámica, especialmente a principios del trimestre. La construcción continuó creciendo, aunque a tasas inferiores y el agro se vio afectado por menores rendimientos. En términos agregados todavía existen recursos ociosos en la economía. La utilización de la capacidad instalada se ubica cerca del 70% y, aún cuando se observan excepciones a este panorama general, todavía los cuellos de botella son específicos y limitados.



El incremento de la inversión, especialmente aquella destinada a reponer e incrementar el capital reproductivo, con variaciones interanuales de 80%, muestra un panorama alentador hacia el futuro y permitiría ir disipando estas restricciones.

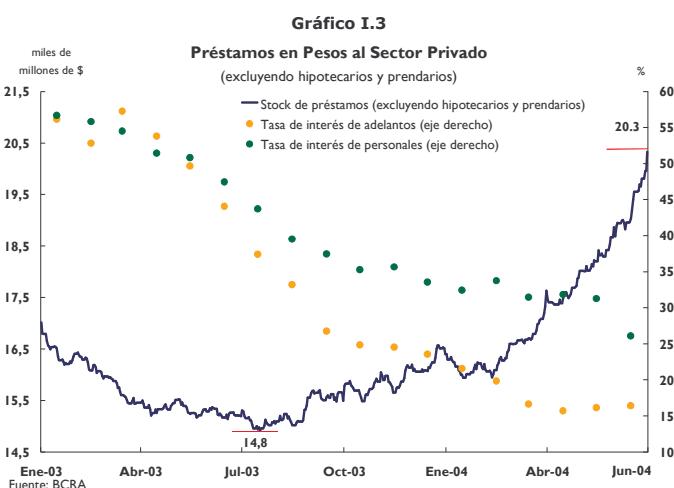
Los indicadores de empleo muestran algunas contradicciones que, sin embargo, no pueden ocultar la mejora continua del mercado laboral, al ritmo de la recuperación económica general. El desempleo en el segundo trimestre del año mostraría entonces una nueva reducción y para fin de año se espera una cifra cercana al 12%, lo que implica una importante mejora.

De esta manera, el BCRA mantiene el pronóstico de crecimiento del PIB real de 8% para 2004, con una marcada recuperación en el segundo semestre respecto del distorsionado segundo trimestre del año, un moderado repunte del IPC liderado por ajustes pendientes en los precios relativos pero dentro de las bandas establecidas para 2004 y 2005, y una disminución en los registros de desempleo.

Las principales incertidumbres sobre la evolución económica del país que proceden del contexto internacional están dadas por el impacto que un ajuste más rápido o mayor al esperado de las tasas de interés internacionales pueda tener sobre el vigor de la recuperación de Brasil y por una retracción de los precios de los productos agrícolas primarios más importante que la prevista. Sin embargo, es poco probable que ambos eventos puedan ocurrir y en caso de realizarse, su impacto sobre el nivel de actividad y los precios sería bastante limitado (ver Apartado 1). Una vez despejada la incertidumbre que generó la posible escasez de energía, la evolución del proceso de reestructuración de la deuda pública sigue siendo el principal factor de riesgo de orden interno, a pesar de los importantes avances que ha habido sobre el tema.

En este contexto, los agregados monetarios muestran un comportamiento acorde a lo pautado en el Programa Monetario, que lleva cuatro trimestres consecutivos de cumplimiento. Los medios de pago registraron un crecimiento desestacionalizado de 8,4% respecto al trimestre pasado mientras que el total de dinero en su sentido amplio aumentó 8,7%. La composición de los distintos agregados se vio transitoriamente alterada por las distorsiones producidas por la concentración de vencimientos impositivos. Esta circunstancia ocasionó, en primer lugar, una reasignación de depósitos hacia las colocaciones más líquidas, y después a favor del sector público, lo que redistribuyó la liquidez y elevó las tasas de interés transitoriamente.

La evolución de la creación secundaria de dinero se encuentra íntimamente asociada a la dinámica del mercado de crédito. Los préstamos al sector privado afianzaron su ritmo de crecimiento durante el segundo trimestre, al arrojar una suba de \$2.100 millones (7,8%) respecto a fines del trimestre anterior (35% interanual), aumento equiparable al incremento trimestral promedio de los años 1997-98. De esta forma, el stock de préstamos al sector privado ingresó, a fines del segundo trimestre, dentro del rango previsto en el Programa Monetario. Se espera que en los próximos meses, en la medida que se consolide el proceso de normalización de la intermediación financiera, los préstamos continúen creciendo dentro de las proyecciones delineadas en el Programa Monetario. Se debe considerar que la paulatina recuperación del crédito llevará a un incipiente incremento del multiplicador monetario. De esta



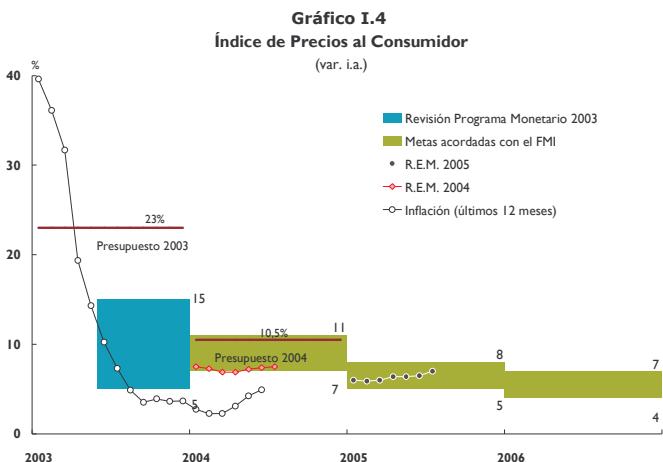
forma, la Base Monetaria Amplia irá teniendo cada vez una menor importancia en el proceso de creación de dinero (ver Apartado 4).

Este ansiado retorno del crédito, que refleja una renovada predisposición de los bancos a prestar, una incipiente demanda de empresas y familias orientada a financiar inversiones y gastos postergados, y una adecuada normativa prudencial por parte del BCRA, es un elemento novedoso en el escenario económico que permite extender con mayor seguridad los pronósticos de crecimiento hacia el mediano plazo.

A fin de contribuir a normalizar el mercado monetario, el BCRA comenzó, a partir de mayo, a participar en el mercado de pasos, con lo que se incrementó casi cinco veces el volumen negociado. El desarrollo de este mercado resulta de vital importancia para establecer una tasa de interés de referencia de corto plazo como un instrumento que permita ejecutar de forma más eficiente la política monetaria (ver Apartado 3). De esta manera, se continuó con la política de profundización del mercado de títulos del BCRA. Esto, sumado a un sector público que fue nuevamente el principal factor de contracción monetaria debido a los pagos netos a Instituciones Financieras Internacionales (IFI) y amortizaciones de deuda en situación regular, y a las contracciones originadas por las operaciones del sistema financiero, llevó al BCRA a seguir monetizando la economía a través de intervenciones estables en el mercado de cambios. Un corolario favorable de esta política es una acumulación de reservas internacionales de US\$2.439 millones durante el segundo trimestre, que llevó el stock de las mismas a un nivel cercano a los US\$18.000 millones.

Los riesgos inflacionarios más visibles están asociados a los ajustes en los precios más rezagados, en un contexto de demanda creciente y de algunas restricciones de oferta que ya no aparecen tan distantes. Estos riesgos podrían verse amplificados por la evolución de los precios internacionales de algunos productos primarios, en particular, el impacto sobre los precios internos de la posible apertura de nuevos mercados de exportación para la carne. A estos factores por el lado de los costos se suma un componente de expectativas, signado por nuestro triste pasado en la materia, a medida que algunos agentes económicos recuperan su capacidad de fijar precios en una economía con menos recursos ociosos. Este riesgo se manifiesta en las proyecciones de algunos analistas, en la reticencia de ahorristas a alargar plazos y en temores de las empresas a convenir precios nominales en contratos de largo plazo. Si bien las previsiones de inflación del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) permanecen, tanto para 2004 como 2005, dentro de las bandas establecidas en el acuerdo con el FMI, falta extender ese voto de confianza a todos los actores económicos y a toda la población. Es aquí donde la herramienta de las Metas de Inflación ejecutada desde este Banco Central tiene un rol importante, ya que a mayor compromiso público por parte de las autoridades (y transparencia en su consecución), más credibilidad en la estabilidad de precios y por lo tanto en nuestra moneda.

En el interín, el BCRA sigue abocado a la tarea de distinguir entre aumentos transitorios del IPC y aumentos permanentes de la tasa de inflación para asegurarse de que ni el proceso de desinflación gradual pautado en las metas acordadas hasta el 2006, ni la fuerte recuperación de la actividad económica y el empleo se vean amenazados en el mediano plazo.





II. CONTEXTO INTERNACIONAL

II.1 Síntesis

El contexto internacional sigue siendo favorable para Argentina. El crecimiento económico se ha acelerado en la mayoría de los socios comerciales y la expansión global se situaría cerca del 5% este año y del 4,5% en 2005. En Brasil el PIB real aumentaría un 3,5% este año (frente a 0% en 2003), favoreciendo las ventas argentinas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) hacia ese destino. Por su parte, los precios de las exportaciones continúan en niveles elevados a pesar de la reciente caída. Finalmente, se espera que el proceso de aumento de las tasas de interés en los países desarrollados sea moderado a lo largo de los próximos trimestres.

Aunque la inflación global no superaría 2% este año, en los últimos meses se observó una aceleración de los precios en la mayoría de los países. En este escenario, las economías desarrolladas aumentarían las tasas de interés de referencia, proceso iniciado por Inglaterra a fines de 2003. Asimismo, en EE.UU. el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) elevó 0,25 puntos porcentuales (p.p.) la tasa de los Fed Funds a fines de junio y se proyecta que el proceso de aumento de la tasa de interés de referencia sea mesurado pero continuo.

El precio de las materias primas comenzó a caer recientemente, luego del pico alcanzado en el primer trimestre, el cual estuvo impulsado, entre otros factores, por la fuerte demanda de China. A pesar de que el descenso podría profundizarse en los próximos meses, en particular en el complejo sojero, el valor de las materias primas se ubicaría este año por encima del promedio de 2003. Asimismo, los flujos de capitales hacia las economías emergentes también aumentarían con respecto al año pasado a pesar de que se verificaría un leve incremento en las tasas de interés de referencia de los países centrales.

El contexto internacional sigue siendo auspicioso entonces para Argentina, aunque entre los factores de riesgo se destaca un descenso mayor al previsto en el precio de las materias primas y un aumento de las tasas de interés internacionales más rápido (y mayor) al esperado.

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

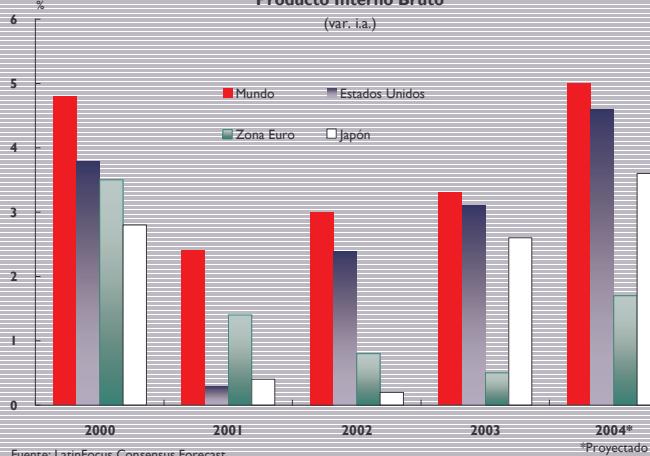
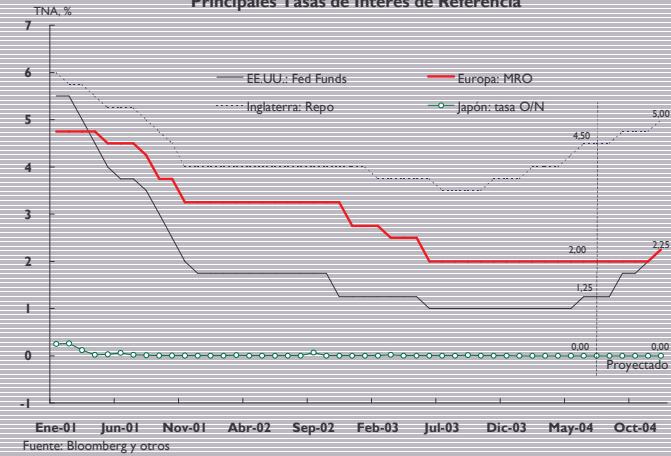
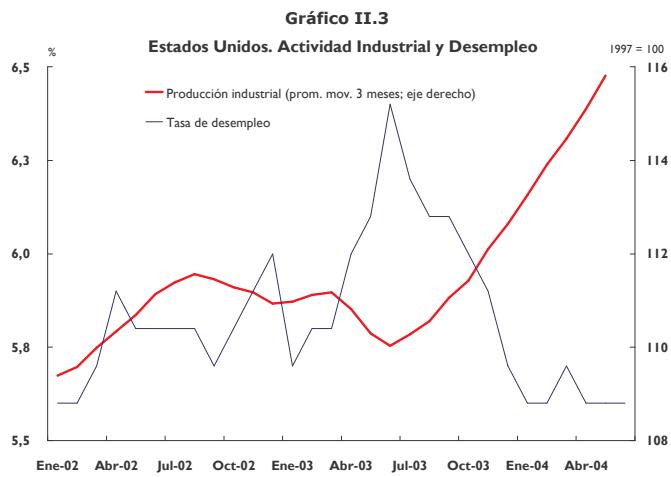


Gráfico II.2
Principales Tasas de Interés de Referencia





II.2 Estados Unidos

En los primeros tres meses de 2004, la expansión económica de EE.UU. se mantuvo firme y el PIB mostró un crecimiento de 3,9% sin estacionalidad (s.e.) en términos anualizados. Tal como ocurriera el año pasado, el gasto en consumo personal fue el principal impulsor, seguido por la inversión bruta privada. Por su parte, el fuerte incremento del gasto en defensa implicó que el consumo público contribuyera positivamente al crecimiento, al tiempo que el aumento de las importaciones volvió a significar una contribución negativa de las exportaciones netas. De acuerdo a la evolución de la producción industrial, la expansión del PIB continuó en el segundo trimestre del año. Así, de acuerdo con las estimaciones publicadas por *LatinFocus Consensus Forecast* (LFCF), la economía estadounidense crecería alrededor de 4,5% este año, superando el resultado de los últimos años (ver Gráfico II.3).

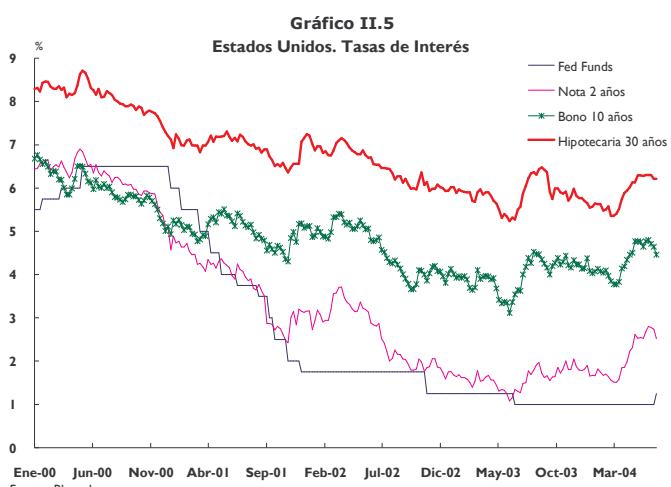
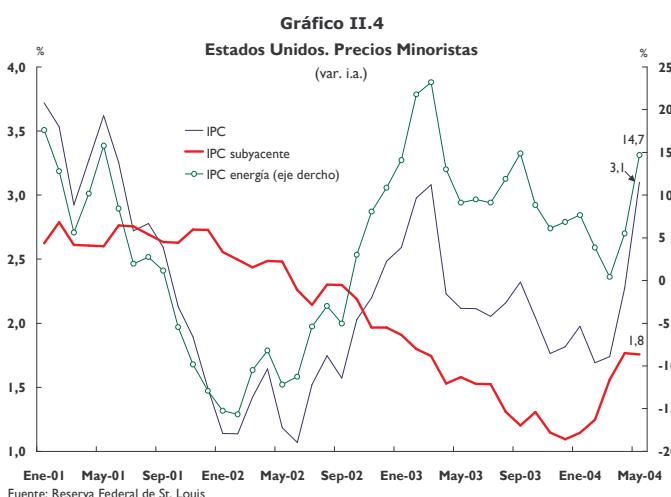
El mercado laboral mostró en los últimos meses señales claras de recuperación. Entre abril y junio se crearon 671.000 puestos de trabajo en el sector no rural y se destacó el desempeño de los sectores de manufactura y construcción, estrechamente ligados al ciclo económico. En este contexto, la confianza de los consumidores aumentó fuertemente en junio y se ubicó casi 15 puntos por encima del promedio del último año, reforzando las buenas noticias relativas a los beneficios de las empresas.

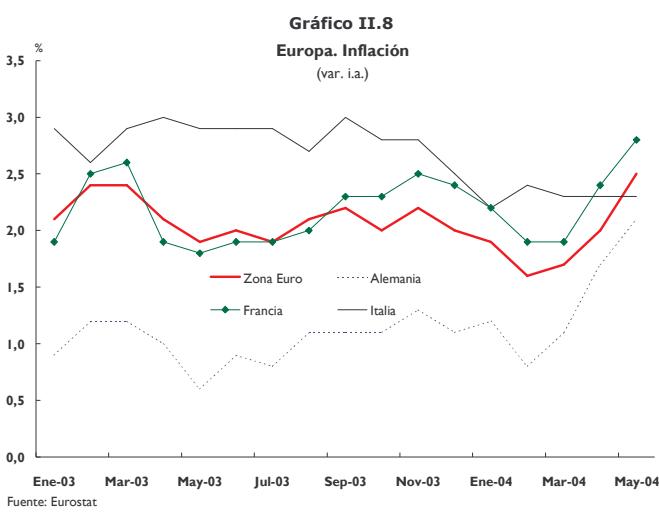
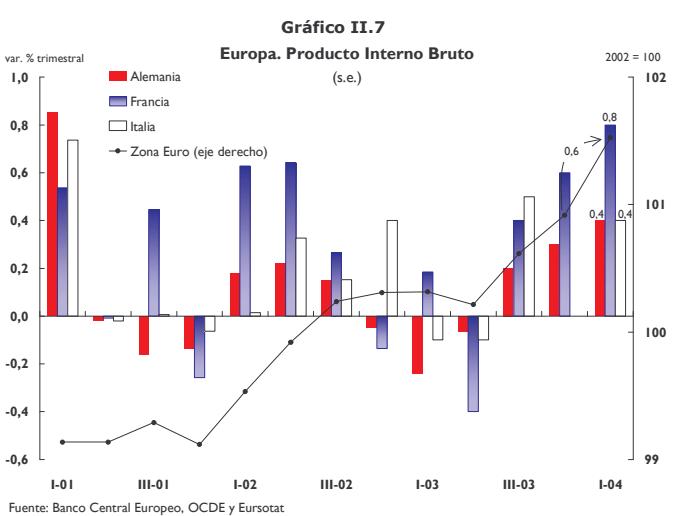
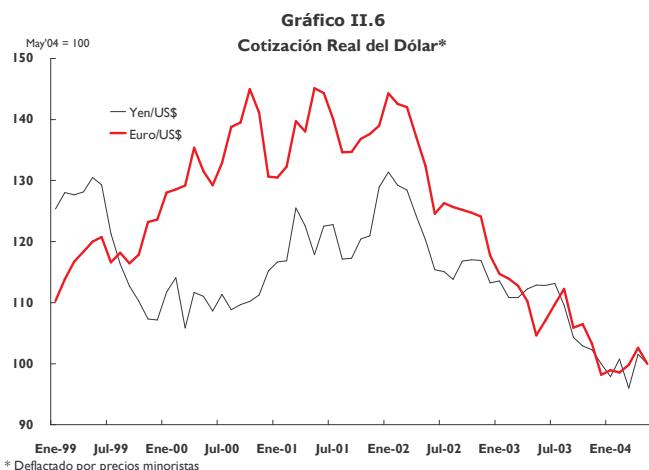
Por su parte, la inflación minorista se aceleró en los últimos meses, básicamente como consecuencia de la suba en el valor del petróleo crudo que provocó, entre otros efectos, un alza en el precio de los combustibles. Así, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó en mayo una variación de 3,1% interanual (i.a.), tras haber subido sólo 1,8% i.a. en el primer trimestre, aunque esta reciente aceleración respondería en parte a cuestiones transitorias. En 2004, la inflación rondaría 2,3% según LFCF. Asimismo, la inflación medida por el índice subyacente se ha incrementado, aunque todavía se ubica por debajo de 2% i.a. (ver Gráfico II.4).

En este escenario de mayor aumento del IPC y recuperación del mercado laboral, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) decidió a fines de junio elevar 0,25 puntos porcentuales (p.p.) la tasa de los *Fed Funds*, hasta 1,25% anual, hecho que había sido descontado por los mercados. Sin embargo, teniendo en cuenta el comunicado emitido por el FOMC tras la reunión, se espera que el proceso de aumento de la tasa de interés de referencia sea moderado. La marcada suba de los rendimientos de los bonos del Tesoro evidenciada desde marzo habría sido producto, entonces, de una sobrereactión de los mercados. En efecto, tras el encuentro del Comité, la tendencia creciente de los rendimientos se revirtió para corregir el probable aumento excesivo. Con todo, la moderada suba de las tasas de interés no afectaría severamente el flujo de capitales hacia las economías emergentes (ver Gráfico II.5).

II.3 Zona Euro y Asia

En el primer trimestre, la economía de la zona Euro se expandió 0,6% s.e., aunque ahora impulsada por el sector externo. Luego de haber contribuido negativamente al PIB en el último período del año pasado, las exportaciones netas explicaron casi la totalidad del aumento del Producto en el primer trimestre. Por su parte, el gasto



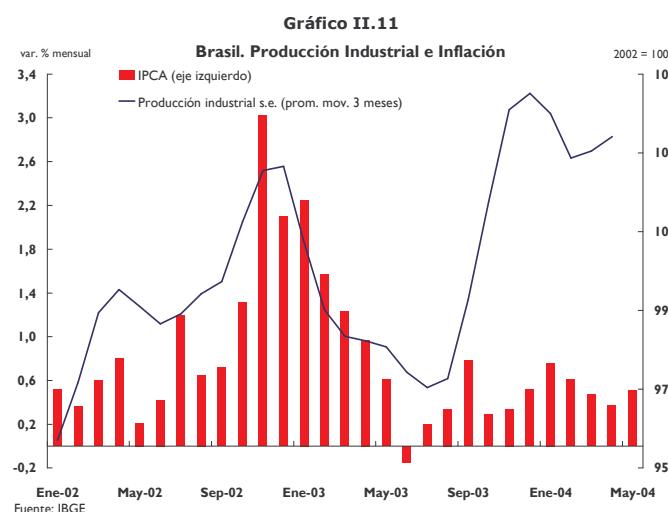
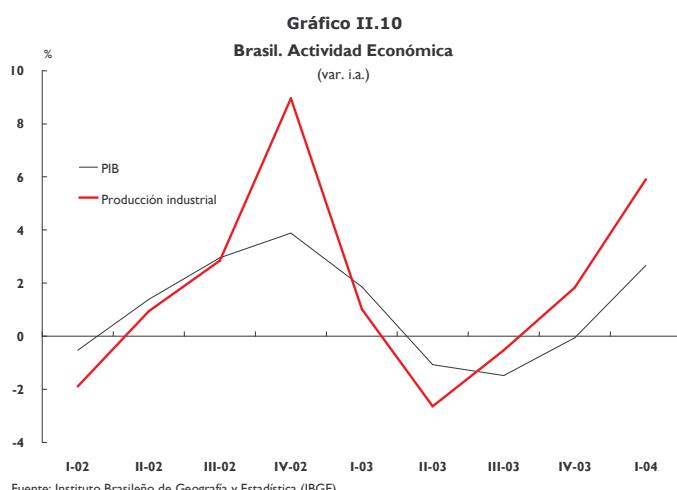
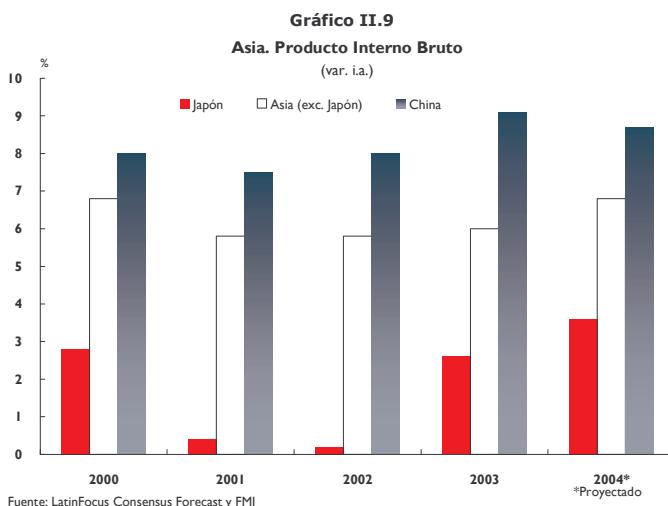


interno también tuvo una contribución positiva aunque de menor proporción, perjudicado, en parte, por el descenso de la inversión en construcción en Alemania. En este contexto de tenue crecimiento económico, el mercado laboral continúa evidenciando un pobre desempeño y la tasa de desempleo subió hasta 9% en abril pasado. Sin embargo, se prevé que la demanda interna continuaría recuperándose, en particular la inversión, y según LFCF la economía crecería 1,7% en 2004 (ver Gráfico II.7).

La inflación minorista, por otro lado, se elevó en los últimos meses como consecuencia, fundamentalmente, del incremento del precio del petróleo. El Índice Armonizado de Precios al Consumidor (HICP) se elevó en mayo a 2,5% i.a. superando el límite de 2% definido como de estabilidad de precios por el Banco Central Europeo (BCE). Al encarecimiento de la energía (40% i.a.) se sumó un aumento puntual por la suba de los impuestos al tabaco en algunos países. Así, en la medida que se revierta la tendencia evidenciada por el precio del petróleo, la inflación podría desacelerarse en los próximos meses hasta situarse más próxima a la meta del BCE. En particular, dado que la autoridad monetaria considera que en el mediano plazo la inflación volverá al rango deseado y que el crecimiento seguiría siendo débil, el Consejo de Gobierno del BCE no ha dado muestras de que esté contemplando modificar la tasa de interés de referencia próximamente (ver Gráfico II.8).

Por otro lado, la economía asiática (excluyendo Japón) continúa beneficiándose por el fuerte crecimiento de las exportaciones con destino a Japón y Estados Unidos, entre otros, aunque también se observa un constante aumento del gasto interno. En particular, China creció 9,8% i.a. en el primer trimestre del año, destacándose el fuerte crecimiento de la inversión en capital fijo que trepó 43%. A pesar del importante impulso que genera este componente, la dinámica de la inversión en algunas áreas está provocando cuellos de botella en los sectores de energía y transporte. En este contexto, la inflación se ha acelerado hasta alcanzar 4,4% i.a. en mayo y provocó dudas sobre un posible recalentamiento de la economía. A pesar de las iniciativas adoptadas por las autoridades a partir de mediados del año pasado destinadas a desincentivar el gran dinamismo del nivel de actividad, la oferta de dinero y el crédito continuaron subiendo vigorosamente en el primer trimestre del año. Así, el Gobierno y la autoridad monetaria han decidido intensificar las medidas para garantizar un crecimiento sostenible, entre las que se cuenta la restricción del crédito para inversión en algunos sectores y la elevación de los distintos tipos de interés del Banco Central. De esta forma, se espera que el crecimiento se desacelere en los próximos meses, aunque igualmente la expansión del PIB superaría 8,5% en 2004 y la inflación se ubicaría en torno a 4% (ver Gráfico II.9).

Por último, en el primer trimestre la economía japonesa creció 1,5% s.e. principalmente influida por el aumento del gasto interno y en particular del consumo privado. Asimismo, el sector externo volvió a contribuir positivamente al crecimiento y la inversión pública cayó, reflejando el esfuerzo del Gobierno por equilibrar las finanzas públicas. Tal como evidencia la encuesta *Tankan* sobre expectativas de negocios del Banco de Japón (BoJ), que en junio alcanzó su máximo valor desde el tercer trimestre de 1991 (22 puntos), las condiciones se mantendrían favorables. El PIB crecería alrededor de 3,5% en 2004 (LFCF), luego de haberse expandido en



promedio 2% en los últimos dos años. No obstante, las presiones deflacionarias aún persisten y este año se volvería a registrar un descenso de los precios minoristas. Así, la tasa de interés de referencia del BoJ se mantendría en 0% al menos este año.

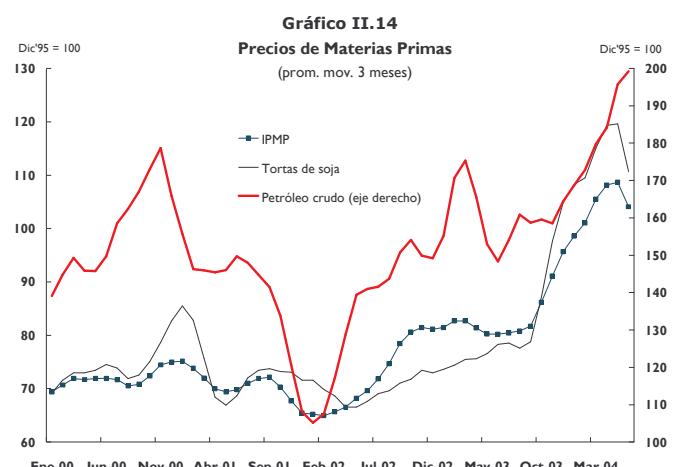
II.4 Brasil

La recuperación económica iniciada en Brasil a mediados del año pasado se mantuvo firme en el primer trimestre del año, cuando el PIB creció 1,6% s.e. con respecto al período anterior (ver Gráfico II.10). En un contexto de fuerte aumento de las exportaciones, el sector externo continúa siendo el principal impulsor del PIB. Además, se destacó la contribución positiva del consumo privado y la inversión, que por primera vez en casi dos años mostraron tasas de variaciones interanuales positivas. El fuerte crecimiento de las importaciones también refleja el ciclo expansivo de la economía brasileña. No obstante, la cuenta corriente sigue mostrando resultados positivos todavía favorecida por el importante superávit de la balanza comercial. En este escenario, el mercado laboral está mostrando señales de recuperación y la tasa de desempleo cayó en mayo hasta 12,2% tras haber superado 13% el mes anterior.

Por otro lado, la inflación se ha moderado en los últimos meses y en mayo el Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA) registró una variación de 5,2% i.a., por debajo del centro de la meta fijada para este año en 5,5%. No obstante, el reciente incremento del valor del petróleo crudo en el mercado internacional ha impulsado una suba en los precios de los combustibles, que junto con algunos aumentos puntuales de precios administrados (energía eléctrica residencial y telefonía fija) también generarían un alza de la inflación minorista en los próximos meses. En total, estos factores explicarían casi 1 p.p. del incremento del IPCA, que alcanzaría una suba de 7% en 2004 según la encuesta Focus del Banco Central de Brasil (BCB). Sin embargo, esta cifra aún está por debajo del margen superior de la meta establecida por el Consejo Monetario Nacional, que se sitúa en 8% (ver Gráfico II.11).

Aprovechando la normalización del escenario internacional, el Gobierno emitió en junio pasado US\$750 millones en bonos Global 2009 y cumpliría su programa anual de financiamiento de acuerdo a lo previsto. Por otro lado, se prevé que Brasil no tendría problemas para alcanzar la meta anual que establece un superávit fiscal primario de 4,25% del PIB (ver Gráfico II.12).

Teniendo en cuenta la recuperación que evidencia el gasto interno y la favorable evolución de las exportaciones, la economía crecería 3,5% este año, según la encuesta Focus del BCB. Esta situación es favorable para Argentina, dado que las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) hacia Brasil han estado subiendo en los últimos meses acompañando la expansión económica de ese país (ver Sección V). Entre los principales factores de riesgo que enfrenta este escenario se destaca un aumento persistente del precio del petróleo, que podría generar una aceleración de la inflación. Por otro lado, un rápido aumento de las tasas de interés internacionales impactaría indirectamente sobre Argentina, a través de la posible desaceleración de la economía brasileña.



II.5 Precios de las Materias Primas

Luego del máximo alcanzado en el primer trimestre del año, los precios de las materias primas cayeron en los últimos meses, con excepción del petróleo. En efecto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) que había subido 8% hasta mayo se ubica actualmente en el mismo nivel que a fines de 2003, por el fuerte retroceso sufrido en junio. No obstante, el índice aún se encuentra 20% por encima del promedio de la década pasada. En los próximos meses, el IPMP caería como consecuencia del descenso en los precios de los productos agrícolas, especialmente del complejo sojero por la mayor producción esperada en Estados Unidos. Sin embargo, se espera que en 2004 los precios promedios de las materias primas se sitúen por encima del año pasado (ver Apartado 1).

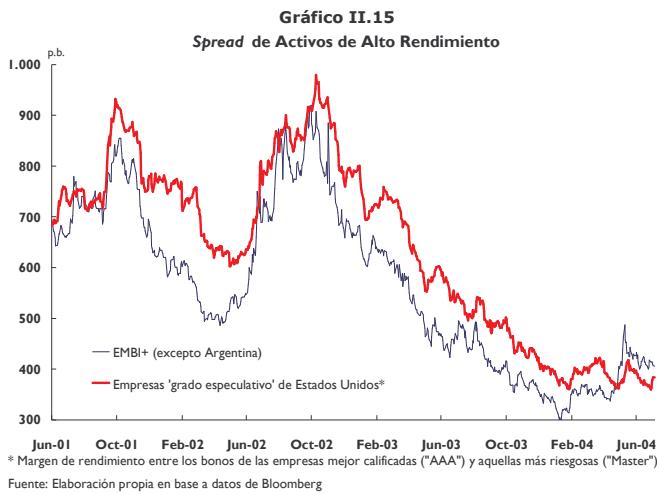
El alza que experimentaron los precios de las materias primas desde principios de 2002 fue explicado por diversos factores entre los que se destaca la marcada recuperación económica global. No obstante, entre otras causas, también jugó un rol importante la fuerte depreciación del dólar. Sin embargo, se espera que el efecto del movimiento de la moneda estadounidense sobre el valor de las materias primas se reduzca en la medida que se moderen las fluctuaciones de los tipos de cambio.

Luego del máximo alcanzado en marzo, los precios del complejo sojero evidenciaron un importante descenso generado principalmente por la menor demanda china y el incremento esperado en la cosecha de la actual campaña en Estados Unidos (ver Gráfico II.14). De esta forma, el precio promedio de los productos de la oleaginosa descendieron 10%, a pesar de la leve caída en la cosecha de Brasil. En los próximos meses se mantendría la tendencia declinante de estos precios en la medida que se conozca el resultado de la producción estadounidense. No obstante, los precios del complejo sojero aún se encuentran aproximadamente 30% por encima del promedio de los últimos veinte años.

Por su parte, el precio del trigo descendió levemente en lo que va de 2004. Para el resto del año, esta tendencia podría mantenerse como consecuencia de un aumento esperado en el nivel final de stocks. El maíz, en cambio, se encareció 11% en los primeros seis meses del año a raíz de un descenso en las existencias iniciales. No obstante, en los próximos meses los stocks comenzarían a recuperarse como consecuencia de mayores cosechas y esto podría generar alguna presión a la baja en su precio.

Por otro lado, el precio de la carne subió en los últimos meses como consecuencia de la menor producción esperada en Australia. Asimismo, el precio de los metales continuó en alza acompañando el fuerte crecimiento de la producción industrial en los países desarrollados. En adelante, las expectativas de fuerte crecimiento de la industria en Estados Unidos y Japón servirían para compensar el posible descenso de la demanda china y continuarían ejerciendo presión sobre los precios de los metales básicos. En particular, en 2004 el aluminio se encarecería más de 10%.

Finalmente, el valor del petróleo crudo trepó rápidamente, en parte como consecuencia de la mayor incertidumbre en el escenario geopolítico mundial. La Organización de Países Exportadores de



Petróleo (OPEP) decidió el 3 de junio incrementar la cuota de producción del OPEP-10 (excluye Irak) en dos millones de barriles diarios (mb/d) hasta los 25,5 mb/d a partir del 1º de julio. Adicionalmente, el cártel elevará la producción en 0,5 mb/d adicionales a partir de agosto. Así, a pesar de que se podría esperar una leve caída en el precio del *West Texas Intermediate* (WTI) con respecto a su valor actual (US\$38 por barril) como consecuencia de la mayor producción, su valor dependerá de la situación política en Medio Oriente y del comportamiento de la demanda. Así, la evolución del precio del petróleo seguirá siendo uno de los principales factores de riesgo para el crecimiento económico global y en particular para los países desarrollados. Una suba del precio podría perjudicar a Argentina por el efecto negativo que generaría en el crecimiento del resto del mundo y particularmente en Brasil. Sin embargo, un incremento transitorio en su valor beneficiaría a Argentina a través de un aumento en el valor de las exportaciones.

II.6 Flujo de Capitales

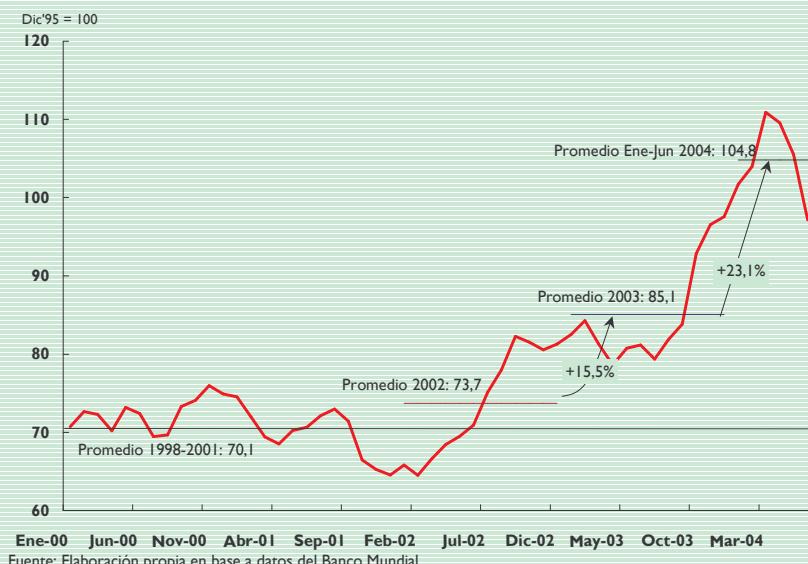
Teniendo en cuenta la reciente evolución del escenario internacional, es probable que los flujos de capital hacia las economías emergentes se reduzcan levemente con respecto a lo proyectado anteriormente. Sin embargo, dado que los *fundamentals* de las economías en vías de desarrollo continúan mejorando y que se espera una suba sólo moderada de las tasas de interés de referencia por parte de las economías centrales respecto a lo previsto en el primer trimestre, consideramos que el escenario no ha variado significativamente. Así, el aumento del riesgo soberano de los países emergentes evidenciado desde principios de año y que se acentuó a partir de marzo, habría sido generado básicamente por una soberreacción de los mercados ante el alza esperada en la tasa de los *Fed Funds*. De cualquier forma, la corrección cercana a 150 puntos básicos del índice de riesgo de las economías emergentes mantiene los niveles de *spreads* en valores relativamente bajos. En este marco, los flujos de capitales hacia las economías emergentes en 2004 evidenciarían un aumento con respecto al año anterior (ver Gráfico II.15).

Apartado 1. La corrección del precio de las materias primas

Si bien el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP¹) se ubica hoy un escalón por debajo de los niveles máximos alcanzados en marzo, todavía muestra niveles que superan en un 15% su promedio histórico y en un 20% la media de la década pasada. Dadas las características de las exportaciones argentinas de materias primas, el precio de algunos de estos productos en el mercado internacional es importante para determinar no sólo el valor de las exportaciones, sino también su efecto sobre otras variables relevantes. De particular importancia es la incidencia de los precios de estos productos sobre las exportaciones, la inflación mayorista y minorista, el nivel de actividad e ingreso y los recursos tributarios del Gobierno, particularmente a través de la recaudación de Derechos de Exportación.

La volatilidad del IPMP en la primera mitad del año respondió fundamentalmente al comportamiento de los precios del complejo sojero. El valor de estos productos comenzó a subir fuertemente a partir de septiembre del año pasado, dada la reducida cosecha de Estados Unidos (mayor productor mundial), hasta alcanzar en marzo niveles que tanto en el caso de los porotos como de las tortas fueron récord históricos. No obstante, a partir de abril, distintos factores provocaron un cambio en la tendencia de los precios del complejo. Se destacaron el anuncio del área sembrada en Estados Unidos para la campaña 2004/2005 que reflejó un pico histórico y la expectativa de que la demanda china (mayor importador mundial) descendiera como consecuencia de las medidas adoptadas por el Gobierno para reducir el crecimiento económico.

**Gráfico N° 1: Índice de Precios de las Materias Primas
(en dólares)**



Teniendo en cuenta las perspectivas de los precios que surgen de los mercados de futuros de las materias primas en cuestión, en la segunda mitad del año el IPMP descendería 10% con respecto al primer semestre, afectado principalmente por la caída de las cotizaciones de los productos del complejo sojero. No obstante, dado el fuerte aumento del índice en el primer trimestre, que en marzo dejó un "arrastre estadístico" de casi 30% con respecto a 2003, se espera que el mismo se ubique en promedio 17,5% por encima del año pasado (ver Gráfico N° 1).

En este contexto de mayor volatilidad y dado que el valor de las materias primas alcanzó un máximo histórico recientemente, resulta relevante estimar el precio de estos productos en los próximos meses y su impacto sobre las variables relevantes. Para ello, se evaluaron dos escenarios hipotéticos: el primero sobre la base de las cotizaciones de los productos que componen el IPMP en los mercados de futuros, a fin de obtener un sendero de precios para lo que resta de 2004 y 2005 (Escenario "Precios de Futuros")². El segundo escenario corresponde al hipotético caso en el que los precios de las materias primas se mantuvieran en el nivel registrado durante el primer cuatrimestre del año, cuando las cotizaciones de estos productos alcanzaron un récord histórico (Escenario "Precios Máximos").

¹ El objetivo del IPMP es brindar un seguimiento de la evolución promedio de los precios de las materias primas más relevantes en las exportaciones argentinas. Para la construcción del índice se tomaron en consideración los precios de los siguientes productos: maíz, trigo, porotos de soja, aceite de soja, tortas de soja, carne bovina, petróleo crudo, metales y aluminio primario, que constituyeron aproximadamente 40% del total de las ventas externas de Argentina en 2003. El IPMP puede ser consultado en la página web del BCRA: www.bcra.gov.ar

² Las cotizaciones de los productos del complejo sojero, trigo y maíz corresponden a los precios fijados en el *Chicago Board of Trade*. Los precios futuros del aluminio tienen como fuente el *London Mercantile Exchange*, al tiempo que las cotizaciones del petróleo crudo (*West Texas Intermediate*) provienen del *New York Mercantile Exchange*. La evolución del precio del acero corresponde a una estimación propia.



En ambos escenarios, tanto las exportaciones como la recaudación de Derechos de Exportación son claramente superiores a las del año pasado y lo mismo ocurre en el caso de los precios mayoristas (ver Cuadro N°1). En cambio, el efecto (punta) sobre los precios minoristas sería levemente negativo en el escenario que tiene en cuenta el precio de los futuros y hubiera sido positivo de mantenerse los precios elevados durante todo el año, diferencia de signo que puede explicarse por el bajo consumo local de algunos productos, como es el caso del complejo sojero y por el acuerdo para no trasladar a los precios minoristas el aumento internacional del petróleo. En conclusión, lejos de complicar, el nivel del precio de las materias primas sigue siendo una de las tantas buenas noticias de 2004.

Sin embargo, quienes prefieren ver el vaso medio vacío dirían que existe una pérdida relativa entre los precios elevados de las materias primas durante el año y los niveles récord de unos pocos meses atrás. En este caso, de la comparación entre ambos escenarios puede verse que las exportaciones crecerían menos (aproximadamente US\$1.100 millones), lo mismo que los derechos de exportación (-US\$267 millones), y que la inflación, tanto mayorista como minorista, también sería menor (-1,6 p.p. y -0,8 p.p. respectivamente). En todos los casos, se estima que no hay cambios relevantes en el nivel general de actividad.

Cuadro N° 1: Estimación del Impacto de la Variación de los Precios Internacionales de Commodities

Impacto	Escenario de "Precios de Futuros"	Escenario de "Precios Máximos"	Diferencia (C) = (A) - (B)
	Var. 2004-2003 (A)	Var. 2004-2003 (B)	
Exportaciones de los principales commodities (en millones de US\$)	1.548	2.631	-1.083
En % de las exportaciones totales de 2003	5,2	8,9	-3,7
Recaudación de Derechos de Exportación (en millones de US\$)	284	551	-267
En % de los derechos de exportación totales de 2003	3,1	6,0	-2,9
IPC (directo e indirecto en p.p.) ¹	-0,3	0,5	-0,8
IPIM (directo e indirecto en p.p.) ¹	1,4	3,1	-1,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

(1) La variación de precios corresponde a diciembre de 2004 respecto a diciembre de 2003

Las conclusiones que podemos sacar al comparar los dos escenarios también pueden utilizarse para entender la dinámica entre la primera mitad del año y la segunda. Es decir, los precios de las materias primas de la primera mitad del año fueron muy altos, elevando tanto las exportaciones como los derechos de exportación y sobre todo los precios mayoristas, con algún impacto menor en los precios minoristas. En lo que queda del año y tomando el precio de los futuros como indicador de lo que ocurrirá con el precio de las materias primas, pero también teniendo en cuenta las bajas recientes, podría esperarse una caída de los precios de exportación, con el consecuente impacto en los derechos y una reversión de algunas subas de precios internos, sobre todo en los mayoristas.

Para el año 2005, siguiendo el escenario de "Precios de Futuros", el retorno de los precios de las materias primas a niveles similares a los de 2003 generaría sólo una reversión de la ganancia extraordinaria de este año. Así, podría verse una reducción de las exportaciones de estos productos de aproximadamente US\$1.580 millones respecto de 2004 (sin tener en cuenta que el aumento de las cantidades exportadas podría reducir este efecto), con un impacto negativo sobre la recaudación de Derechos de Exportación de US\$360 millones y una disminución de la inflación (-2,2 p.p. en la inflación mayorista y -0,2 p.p. en el IPC).

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que los precios en los mercados de futuros no siempre son buenos predictores del valor que efectivamente tendrán los activos subyacentes. En el caso de las materias primas, la formación de precios futuros depende, como en otros mercados, de la evaluación de los distintos elementos que afectan el balance de oferta y demanda. De esta forma, los principales factores de incertidumbre relacionados con la evolución de los precios de las materias primas tendrán que ver con cuestiones como la campaña sojera de Estados Unidos, la evolución de la situación económica en China y la situación geopolítica en Medio Oriente, entre otros factores que *a priori* son difíciles de evaluar.

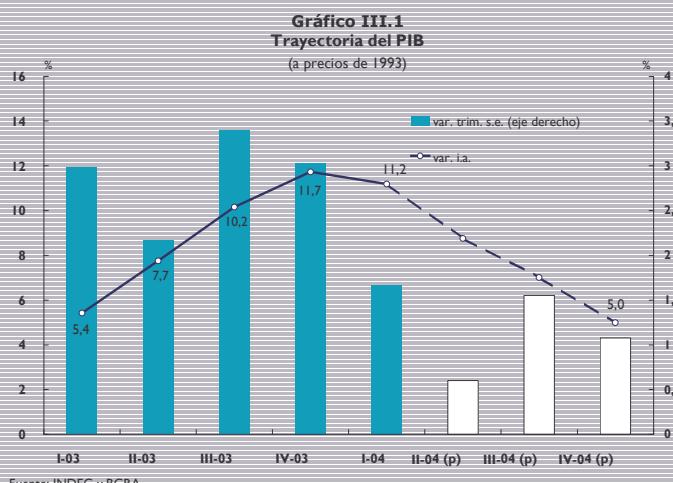
III. ACTIVIDAD

III.1 Síntesis

Los primeros indicadores de actividad del segundo trimestre de 2004 dan cuenta de una aparente desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía, pero la fortaleza que aún muestra el gasto interno, según surge de las encuestas de expectativas del consumidor y de los empresarios, la dilución de los principales factores circunstanciales que habrían influido en esta trayectoria en el segundo trimestre y el sostenido crecimiento del crédito bancario, permiten proyectar una recuperación de la actividad económica para el segundo semestre.

La reducción en el ingreso disponible generada por la concentración de vencimientos impositivos en los meses de mayo y junio explican buena parte de la postergación de decisiones de consumo e inversión durante el segundo trimestre. Del lado de la oferta, la decisión de varios sectores industriales de adelantar producción al primer trimestre del año como mecanismo de previsión ante el eventual faltante energético, contribuyó a exagerar las tasas de crecimiento del PIB en el primer trimestre en detrimento de las del segundo trimestre. De hecho, a pesar de los temores de diversos sectores económicos respecto a la disponibilidad de recursos energéticos, el faltante de energía y su impacto sobre el nivel de actividad fue de escasa magnitud, gracias a las políticas implementadas para paliar sus efectos en conjunto con la coexistencia de factores climáticos benignos. Estos dos hechos de carácter extraordinario antes mencionados incidieron significativamente en la distribución entre trimestres del crecimiento de la actividad económica, por lo que es más conveniente analizar el comportamiento promedio de la misma durante la primera mitad del año.

En el segundo semestre, una vez superados ambos factores coyunturales, se espera que la economía retome la senda de crecimiento gracias a la reaparición del crédito y a que las restricciones de oferta no son aún significativas en términos agregados. Asimismo, la importante recuperación que siguió evidenciando la tasa de inversión, liderada principalmente por la incorporación de equipo durable, permitió expandir el stock de capital reproductivo de la economía atendiendo en parte a los cuellos de botella que incipientemente comienzan a aparecer en algunos sectores. En este contexto, el BCRA mantiene la proyección de crecimiento del PIB de 8% para el año en curso.



Cuadro III.1
 Indicadores de Actividad

Series desestacionalizadas	Var % 2T 03/1T 03 (*)	Var % 3T 03/2T 03 (*)	Var % 4T 03/3T 03 (*)	Var % 1T 04/4T 03 (*)	Var % 2T 04/1T 04 (*) (a)
PIB	2,2	3,4	3,0	1,7	N/D
EMAE (Proxy mensual del PIB) (****)	3,1	2,9	2,5	1,9	-0,8
Indicadores de Oferta					
Industria (EMI) (***)	1,5	2,2	3,8	5,5	-1,7
Construcción (ISAC) (***)	9,2	3,5	9,5	7,5	1,1
Servicios Públicos (***)	2,7	5,5	3,8	5,7	2,1
Indicadores de Demanda					
Consumo					
Importaciones de Bienes de Consumo (***)	25,7	11,6	21,9	6,4	2,5
Ventas Supermercados (cantidades) (***)	-0,6	3,8	2,6	2,7	1,9
Ventas Centros de Compras (cantidades) (***)	-0,3	8,7	8,2	5,8	5,7
Ventas de Autos (**) (a)	60,2	44,1	11,9	25,9	19,1
IVA DGI (**) (a)	2,5	3,9	4,1	12,4	-2,7
Inversión					
Importaciones de Bienes de Capital (***)	14,5	14,8	45,7	47,8	-14,3
Construcción (ISAC) (***)	9,2	3,5	9,5	7,5	1,1
Exportaciones Netas					
Exportaciones (***)	-0,3	0,9	4,3	5,3	8,1
Importaciones (***)	18,6	2,2	20,3	24,7	3,6

(**) Tasas de variación trimestral

(a) Se utilizó el último dato disponible para proyectar los meses faltantes del trimestre

(**) Datos a Junio, (****) Datos a Mayo, (****) Datos a Abril

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

III.2 Componentes del Gasto

En el primer trimestre de 2004, el PIB alcanzó un significativo crecimiento de 11,2% interanual (i.a.), 1,7% sin estacionalidad (s.e.) en relación al trimestre previo. A pesar de que los indicadores de actividad del segundo trimestre muestran una desaceleración en el ritmo de crecimiento, el BCRA mantiene la proyección de 8% para el año en curso (ver Gráfico III.1). Esta proyección es consistente con una recuperación de la economía a partir del tercer trimestre una vez que se reduzca la presión fiscal y se diluyan los efectos colaterales generados por los anuncios de restricciones energéticas en un contexto donde las expectativas de consumo se mantienen en niveles elevados (ver Gráfico III.2). En efecto, las políticas implementadas para atenuar las restricciones de gas y electricidad en conjunto con factores climáticos benignos minimizaron los efectos sobre el nivel de actividad.

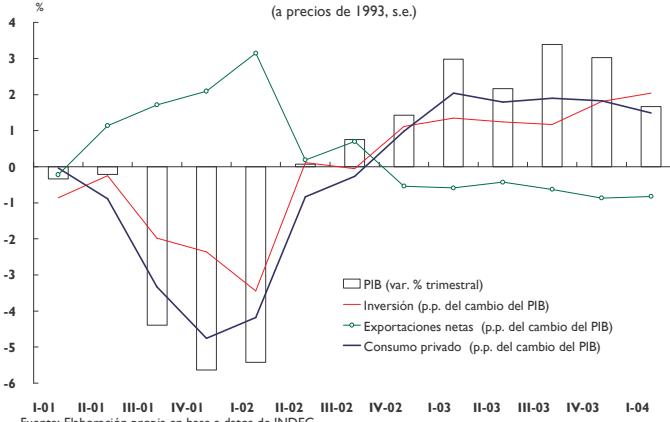
Inversión

La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) se convirtió en el primer trimestre del año en el principal impulsor del PIB con una expansión de 12,9% s.e. (51% i.a.) (ver Gráfico III.3). La inversión fue impulsada principalmente por el componente Maquinaria y equipo que registró una suba de 80% i.a. en el trimestre, lo que permitió expandir el stock de capital productivo. La Construcción también exhibió un importante ritmo de crecimiento en los primeros tres meses del año aunque a una tasa algo menor (ver Gráfico III.4).

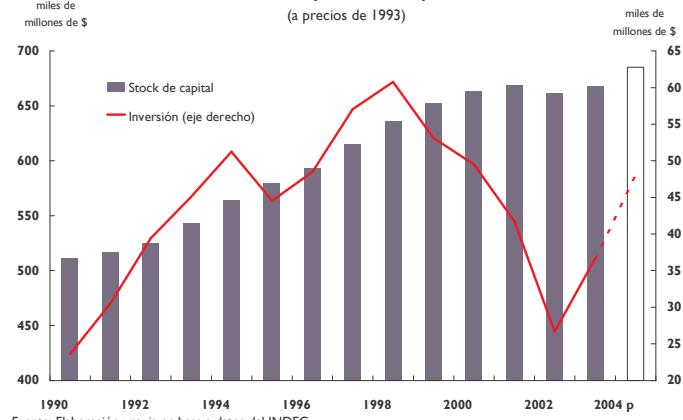
Asimismo, la tasa de inversión de la economía se incrementó a precios constantes a 16,4 puntos porcentuales (p.p.) del PIB. Esta mayor tasa de inversión se financió a pesar de la reducción del ahorro interno generado por el aumento del consumo a tasas mayores a las del PIB y es la contrapartida en parte de la reducción en el desahorro del resto del mundo. En la medida en que continúe el proceso de normalización de la cuenta corriente, es factible financiar una mayor tasa de inversión a pesar del repunte del consumo interno (ver Gráfico III.5).

En línea con lo que se esperaba, la inversión estaría siendo liderada por la industria manufacturera, las actividades extractivas y las obras de infraestructura, en ese orden. En particular, en la industria se destacan las inversiones en sectores con alto nivel de utilización de capacidad instalada tales como Refinación de petróleo, Metálicas básicas (aluminio y siderurgia) y Papel y cartón. Si bien los montos anunciados no representan proyectos de gran envergadura y en su mayoría se orientan a ampliaciones de planta e infraestructura, la economía está respondiendo satisfactoriamente a ciertos cuellos de botella que comienzan a presentarse.

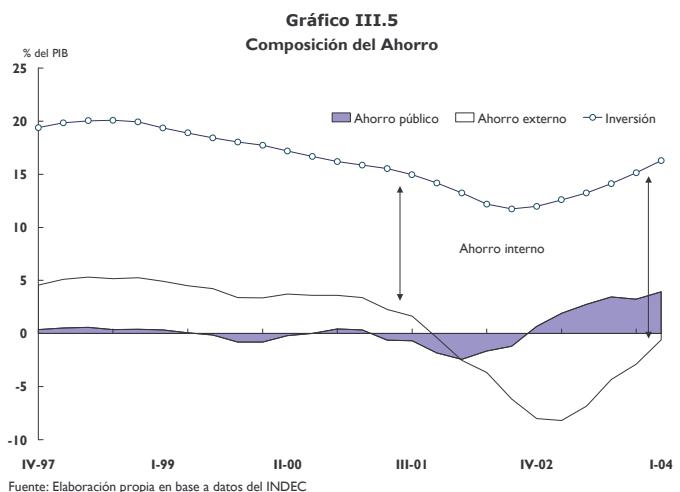
Con respecto a las actividades extractivas comenzaron a desarrollarse proyectos en Minería y Petróleo y gas. En este sentido, el Poder Ejecutivo introdujo modificaciones en los marcos regulatorios, tanto en la provisión de gas como de electricidad, en lo que respecta a la trayectoria de las tarifas. No obstante, en el caso de la energía, las inversiones requieren un tiempo de maduración mayor por lo que aún en el caso de que se concreten podrían subsistir las restricciones energéticas durante 2005. A su vez, para los próximos trimestres, se anunciaron proyectos de inversión en Transporte, Comunicaciones y Construcción de

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


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.4
 Inversión y Stock de Capital
 (a precios de 1993)


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC



viviendas, al tiempo que se espera una desaceleración en el ritmo de incorporación de capital por parte del sector agropecuario que fue precisamente uno de los sectores más dinámicos hasta ahora, de la mano de la importante liquidez que mantiene.

A nivel global, se proyecta un aumento en la IBIF del orden de 31% para 2004, con una participación creciente del capital reproductivo (ver Gráfico III.6). El retorno del crédito al sector privado, cuya dinámica comenzó a acelerarse en los últimos meses, permitirá consolidar la importante recuperación que muestra la inversión (ver Apartado 4).

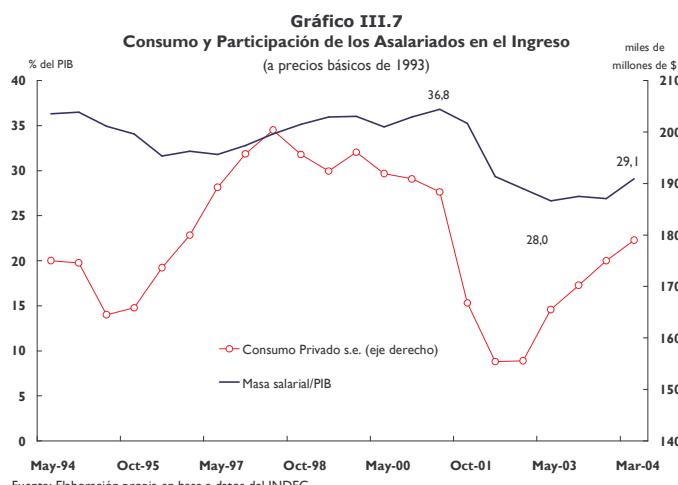
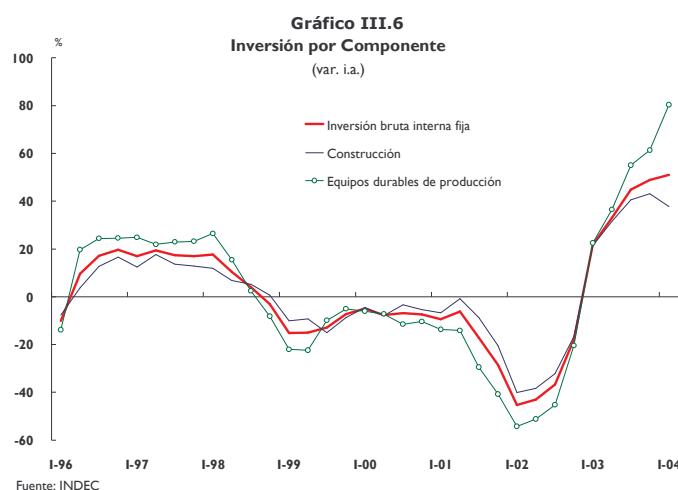
Consumo

El Consumo también continuó contribuyendo significativamente a la expansión del PIB durante el primer trimestre, impulsado principalmente por el Consumo del sector privado (2,3% s.e.), y en menor medida por el del sector público (1,4% s.e.).

En el segundo trimestre, la mayor presión fiscal influyó negativamente sobre la dinámica del Consumo a través de una reducción en el ingreso disponible de las familias (ver Apartado 2). No obstante, las expectativas de compras de bienes durables y los indicadores adelantados de consumo tales como importaciones de bienes de capital, el IVA-DGI y las ventas de autos muestran que el consumo habría crecido aunque a una menor tasa que en el primer trimestre (ver Cuadro III.1).

Asimismo, el incremento de las financiaciones a particulares observado en los últimos meses habría contribuido a amortiguar la trayectoria de esta componente del gasto (ver Apartado 4 y Sección VII). En efecto, la suba en el crédito bancario para consumo se sumó al repunte que ya se veía en los mecanismos informales de crédito (que empezaron a operar en la economía como una forma de canalización de los excedentes de liquidez de las empresas).

Para lo que resta del año se espera que el consumo privado continúe impulsando el crecimiento de la economía con un aumento en torno a 8,4% para todo 2004. La utilización de parte del superávit primario, a los fines de incrementar salarios y jubilaciones a partir de junio, contribuirá al aumento que muestran los salarios reales y, por ende, a la dinámica positiva que viene evidenciando la masa salarial desde mediados del año pasado. También se espera que el crédito siga con el alza observada en los últimos meses. Por su parte, la caída en los precios internacionales de las materias primas no tendría un impacto significativo sobre el consumo en la medida que los elevados precios que aún mantienen permitan sostener la liquidez de los sectores ligados al campo y por ende, el dinamismo de las economías regionales (ver Gráfico III.7).



Apartado 2. Actividad económica y superávit fiscal: el test del segundo trimestre

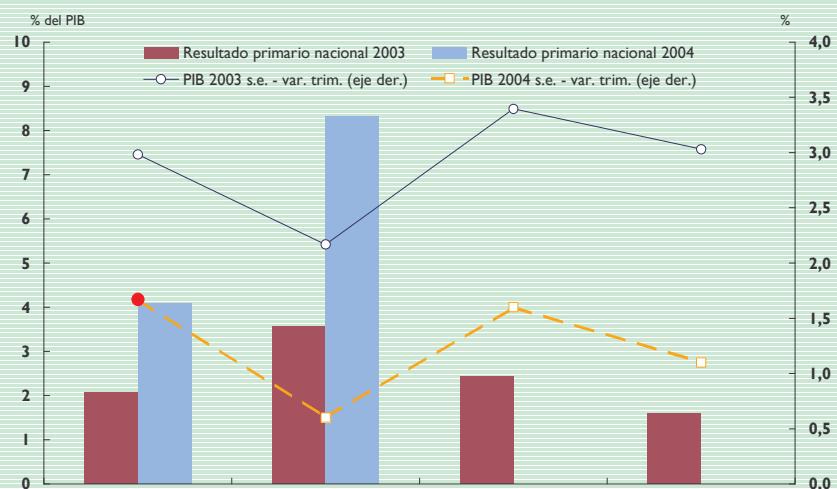
Luego de crecer a una tasa de 1,7% sin estacionalidad (s.e.) durante el primer trimestre, el PIB real parece haberse desacelerado durante el segundo, a juzgar por los distintos indicadores mensuales de oferta y demanda disponibles al momento de publicación de este informe. En efecto, la información parcial a mayo (en muchos casos) y junio (en unos pocos) permite proyectar un crecimiento trimestral de tan sólo 0,6% s.e. durante el último trimestre, la tasa de crecimiento trimestral más baja de esta expansión.

Se repite de este modo el comportamiento ya exhibido por la actividad económica durante la primera mitad del año pasado, de una aparente desaceleración durante el segundo trimestre luego de un comienzo vigoroso. Si bien hay factores adicionales que amplifican este comportamiento durante el 2004 (la concentración de feriados en la Semana Santa y traslados de producción al primer trimestre, en anticipo de eventuales faltantes de energía) son los fuertes vencimientos impositivos de mayo y junio los principales responsables de este nuevo patrón estadístico, hoy más pronunciado dada la creciente presión tributaria sobre la economía (ver Gráfico VI.4). La concentración de necesidades de caja de empresas e individuos no hacen más que postergar decisiones de inversión y consumo, frente a la inminencia de abultados vencimientos impositivos que al ahorrarse casi en su totalidad repercuten en un menor ingreso disponible a nivel agregado. Prueba cabal de ello es el fuerte aumento de las tasas de interés de corto plazo de mediados de mayo de 2004.

El Gráfico N° 1 muestra cómo durante 2003 la actividad económica volvió a acelerarse durante la segunda mitad del año. Dado que el aumento de la presión fiscal del segundo trimestre ha sido mucho mayor este año (se duplicó el superávit primario entre el primer y segundo trimestre), es posible pensar en un patrón similar durante la segunda mitad de 2004, aún dentro de una clara y natural tendencia de desaceleración hacia un ritmo más compatible con las tasas potenciales de crecimiento de la economía (el Gráfico N° 1 muestra tasas de crecimiento trimestrales entre 1 y 1,5 puntos porcentuales (p.p.) más bajas este año).

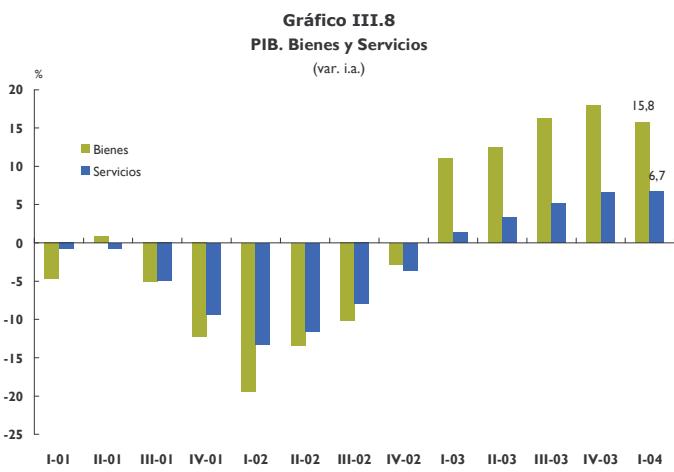
Asimismo, las barras muestran de una manera muy gráfica el potencial impacto en términos de actividad económica que puede surgir del compromiso fiscal que asume el Gobierno en la negociación con los acreedores privados o de la falta de solución de la misma. Por un lado, se demuestra, tal como lo sostiene el Gobierno, que promesas de ahorro fiscal superiores al 3% del PIB pueden terminar asfixiando la economía. Por otro lado, en ausencia de financiamiento, esos niveles indeseables de superávit serán necesarios para afrontar los crecientes vencimientos de capital de la deuda en situación regular a partir de 2005. El segundo trimestre de este año se presenta, entonces, como una muestra del impacto que pueden tener en la actividad económica los distintos desenlaces posibles de la mencionada negociación.

Gráfico N° 1: Actividad Económica y Superávit Fiscal



Nota: variaciones del PIB del II, III y IV trimestre de 2004 estimados

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



Exportaciones Netas

Las Exportaciones Netas continuaron contribuyendo en forma negativa a la evolución del PIB en el primer trimestre de 2004. Nuevamente, el notable crecimiento de las importaciones de bienes y servicios (12,6% s.e.) superó el dinamismo que mostraron las exportaciones en el período (2,3% s.e.) (ver Sección V).

Para todo 2004, el BCRA proyecta que continúe esta tendencia con exportaciones creciendo 6% en cantidades e importaciones haciéndolo a un ritmo de 38%. Por un lado, los menores saldos agrícolas exportables serán compensados por la demanda creciente de productos manufacturados proveniente de Brasil, que ya comenzó a evidenciarse, y el impulso de las exportaciones de servicios. Asimismo, a pesar del nuevo e importante aumento proyectado para las importaciones, éstas se ubicarían en 2004 todavía 20% por debajo de los valores alcanzados en 2000 con una economía de un tamaño similar. Este es un indicador del proceso de sustitución de importaciones que atravesó la economía luego de la mejora en la competitividad.

III.3 Comportamiento de la Oferta

En el primer trimestre del año, el crecimiento del PIB continuó siendo impulsado por los sectores productores de bienes, aunque con una participación creciente de los productores de servicios (ver Gráfico III.8).

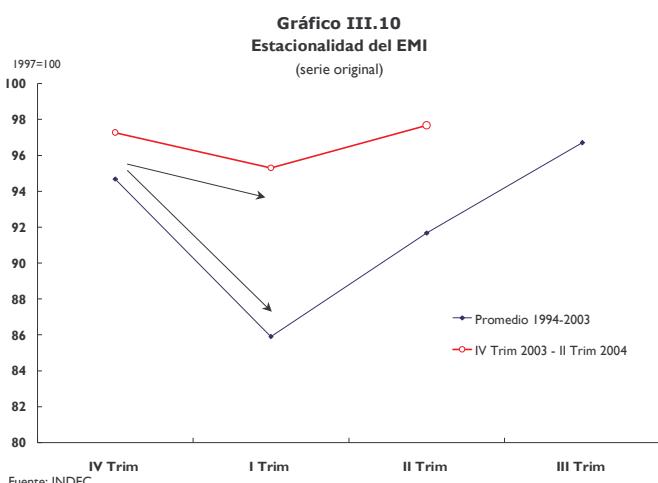
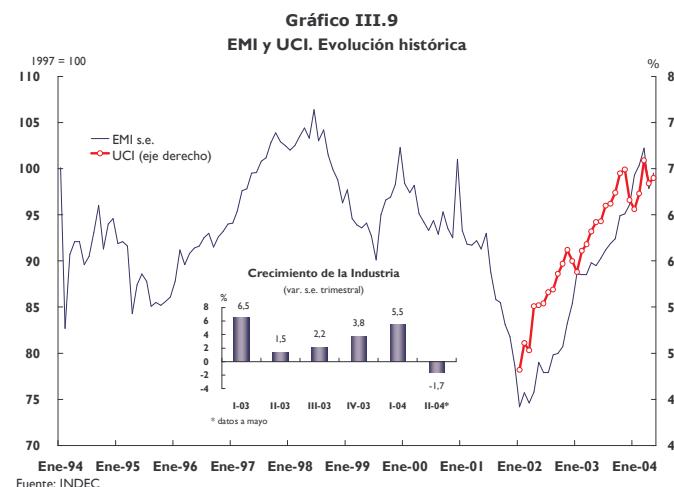
En el segundo trimestre, en cambio, el débil comportamiento de los sectores productores de bienes estaría explicado en parte por un adelantamiento de los planes de producción que incluyeron la reprogramación de paradas técnicas por las expectativas de escasez de energía durante el invierno y la mayor presión fiscal que erosionó las fuentes de financiamiento para el capital de trabajo, especialmente en pequeñas y medianas empresas. El desempeño de los servicios está liderado principalmente por sectores como transporte y comunicaciones, aunque también mantienen un buen ritmo de crecimiento las actividades ligadas al comercio y turismo.

Industria

Luego de la fuerte expansión registrada en los primeros tres meses del año, en el segundo trimestre la actividad industrial exhibió una importante desaceleración e incluso podría mostrar una caída. Esta trayectoria se dio aún cuando finalmente las restricciones energéticas esperadas fueron muy acotadas (ver Gráfico III.9).

En particular, el impacto sobre la actividad industrial durante el segundo trimestre estuvo generado por decisiones empresariales de adelantar producción a los primeros meses del año, ante la expectativa de faltante de energía durante el invierno, y por el aumento inminente en los precios de algunos insumos básicos. A raíz de esto, un número importante de sectores decidieron postergar para el segundo trimestre del año las paradas de plantas por mantenimiento. En esta decisión también contribuyó la concentración de feriados en la semana de pascuas, ante la cual varias empresas decidieron cerrar directamente sus operaciones.

Estas decisiones significaron un cambio en la estacionalidad propia de la industria con un inusualmente elevado nivel de actividad en el



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

Bloques	var. trim. s.e.					UCI II-04*
	II-03	III-03	IV-03	I-04	II-04*	
Industrias metálicas básicas	0,0	-1,1	2,6	-1,8	-5,0	92,3
Refinación del petróleo	1,7	-1,4	1,8	-0,1	-2,4	85,9
Papel y cartón	0,5	1,6	3,8	6,1	-6,9	81,0
Productos textiles	-1,1	-5,3	4,3	4,9	0,9	80,2
Sustancias y productos químicos	4,9	2,6	-0,3	7,1	0,4	75,9
Productos alimenticios y bebidas	1,6	1,2	2,2	3,0	1,1	72,0
Edición e impresión	7,4	14,3	7,5	6,6	-5,5	69,2
EMI	1,0	2,2	3,9	5,5	-1,7	68,7
Prod. de caucho y plástico	-6,2	17,4	0,3	0,8	-1,2	64,2
Metalmeccánica excl. Ind. Automotriz	-0,9	-1,5	7,9	6,6	5,2	62,6
Productos de tabaco	5,2	-3,9	2,5	1,8	-16,5	60,0
Prod. minerales no metálicos	-3,7	12,5	8,4	1,5	1,1	49,5
Vehículos automotores	-12,7	3,7	18,2	40,4	-15,1	32,8

* datos hasta mayo de 2004

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

primer trimestre y un menor nivel en el segundo. De todos modos, los registros de actividad del bimestre abril-mayo superan a los observados a fines del año pasado en la medición con estacionalidad, lo que no ocurre en el promedio de la década pasada (ver Gráfico III.10). Es decir, en promedio, durante los primeros cinco meses del año la actividad industrial creció a un ritmo cercano a 9% anualizado.

A nivel sectorial, la reprogramación de las paradas técnicas estuvo concentrada en industrias como Papel y cartón y Productos y sustancias químicas. No obstante, otro conjunto de sectores como Alimentos y bebidas, Metalmeccánica y Productos textiles lograron mantener o aumentar su nivel de actividad en el segundo trimestre favorecidos por la fortaleza del gasto interno. Finalmente, sectores como Refinación de petróleo e Industrias metálicas básicas registraron pequeñas caídas.

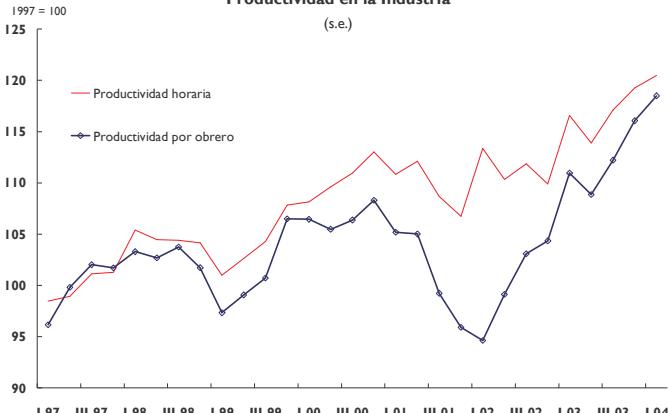
El nivel de utilización de la capacidad instalada (UCI) en el segundo trimestre se ubicó en niveles similares a los del cuarto trimestre de 2003, alcanzando 68,7% en promedio. Sin embargo, existen importantes divergencias entre las diferentes industrias, con sectores como Industrias metálicas básicas y de Refinación de petróleo que se encuentran produciendo prácticamente al tope de su capacidad. Adicionalmente, sectores como Papel y cartón y la Industria textil se acercan a niveles de utilización del orden del 80% de su estructura productiva. Por su parte, la Industria automotriz y Resto de la metalmeccánica continúan en avance aunque mantienen todavía una importante capacidad ociosa (ver Cuadro III.2).

El nivel de inversión del sector siguió en ascenso, siendo encabezado por aquellas industrias que se encuentran en el tope de su UCI, como las empresas aceiteras, agroquímicas, procesadoras de derivados de petróleo y celulosa y papel. Estas empresas concentraron sus esfuerzos en la ampliación de su estructura productiva y en la introducción de maquinarias para la producción de nuevas líneas de productos. No obstante, estos sectores fueron la excepción, ya que la mayor parte de las inversiones realizadas y programadas en el resto de la industria fueron orientadas a elevar el grado de eficiencia y calidad de los productos. Finalmente, algunas grandes empresas aguardan la aprobación de una ley que concedería beneficios impositivos para la compra de equipos que destribaría la realización de sus planes de inversión.

Con respecto al factor trabajo se observa durante el primer trimestre un importante incremento en la dotación de personal de la industria, aunque el fuerte crecimiento de la producción permitió que vuelva a aumentar la productividad media del trabajo. Por su parte, a diferencia de lo ocurrido en los trimestres previos cuando el alza en los salarios nominales se tradujo en un aumento de los costos laborales, en el primer trimestre la suba de los precios de las manufacturas más que compensaron el incremento de los salarios (ver Gráfico III.11). Esta trayectoria se dio principalmente en aquellos sectores productores de transables que se vieron beneficiado por la suba de los precios internacionales (productos petroquímicos y siderúrgicos).

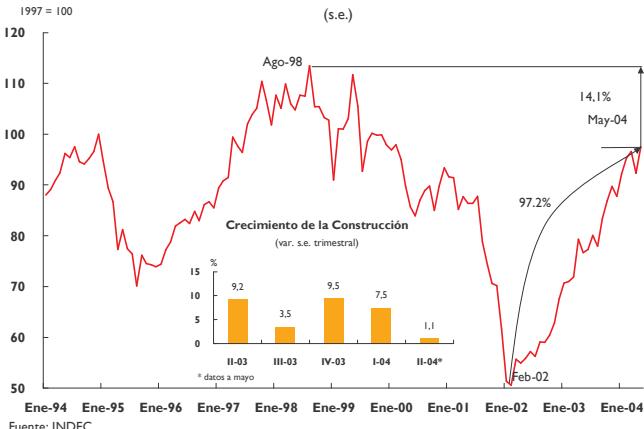
En resumen, la menor presión fiscal en el tercer trimestre del año, en conjunto con un calendario de producción más acorde con la estacionalidad propia de la industria y un impacto de las

Gráfico III.11
Productividad en la Industria
 (s.e.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Gráfico III.12
ISAC. Evolución Histórica
 (s.e.)



Fuente: INDEC

Rubros	ISAC. Evolución por Rubro				
	II-03	III-03	IV-03	I-04	II-04*
Edif. para Otros Destinos	9,7	5,9	12,8	5,0	2,8
Edif. para Viviendas	8,9	4,0	8,0	4,9	1,8
Obras de Infraestructura	7,8	7,1	10,9	5,3	2,1
Obras Viales	10,5	3,2	13,9	16,5	1,7
Constr. Petroleras	4,5	-4,4	6,3	15,8	-0,9
ISAC	9,2	3,5	9,5	7,5	1,1

* datos hasta mayo de 2004

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

restricciones energéticas bastante menor que el publicitado permiten ser optimistas respecto a la trayectoria del sector en los próximos meses. Al mismo tiempo, se proyecta que se adicione un mayor incremento de los pedidos por parte de la economía brasileña.

Construcción

Durante el segundo trimestre de 2004 la construcción mostraría un leve incremento en el nivel de actividad respecto del primero. Si bien la tasa de crecimiento en lo que va del trimestre es sensiblemente inferior a la observada en los anteriores, esta desaceleración está explicada por el comportamiento del indicador en abril, que reflejó la menor cantidad de días hábiles y condiciones climáticas poco propicias para el desarrollo normal de las actividades del sector (ver Gráfico III.12).

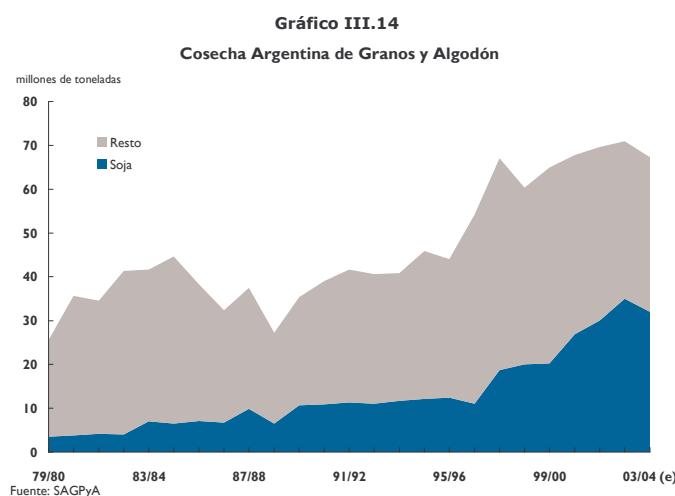
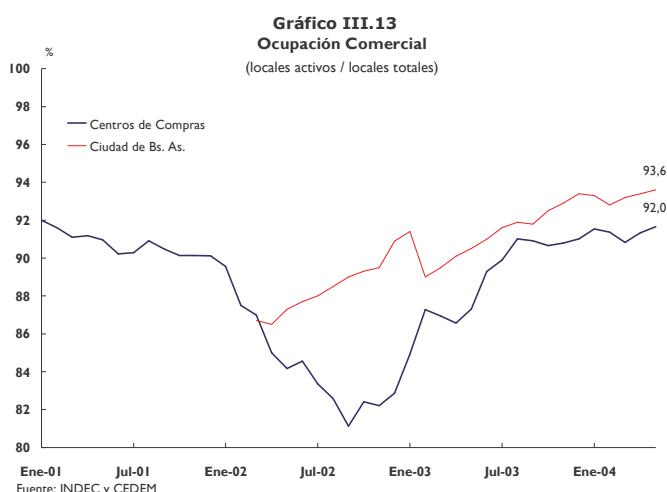
En los últimos meses, el mayor impulso estuvo dado por la aceleración de proyectos relacionados con las edificaciones comerciales e industriales. Los emprendimientos comerciales están siendo favorecidos por la mayor inversión de las cadenas de supermercados e inversores comerciales que ahora se están expandiendo en zonas no explotadas anteriormente (ver Gráfico III.13). Por su parte, la construcción de viviendas continuó en ascenso, favorecida por un importante diferencial que aún existe entre el costo de la construcción y los valores de venta. Esto ha llevado a distintos empresarios inmobiliarios a reactivar sus proyectos suspendidos luego de la crisis, en especial edificios de alto valor y barrios cerrados.

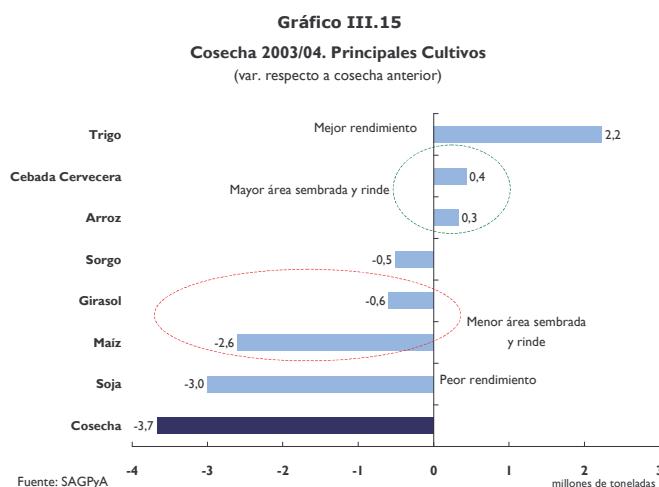
Asimismo, luego de la fuerte alza del primer trimestre, las obras viales y de infraestructura se mantuvieron en crecimiento en respuesta a las inversiones del Gobierno Nacional y las provincias, aunque a tasas menores. En los próximos meses se prevé que estas actividades se incrementen en la medida que se comiencen a ejecutar obras relacionadas con el programa energético y otras de viviendas adicionales al Fondo Nacional de la Vivienda (FONAVI) (ver Cuadro III.3).

Las perspectivas para los próximos meses continúan siendo favorables para el sector, a pesar de que estacionalmente el nivel de actividad disminuye en los meses invernales. Este horizonte es acorde con el número de permisos autorizados para nuevas obras y los elevados niveles que reflejan las expectativas de compras de inmuebles según el Índice de Confianza de la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT). Esto aseguraría la continuidad de un alto nivel de actividad, teniendo en cuenta que casi el 80% de las empresas que releva la encuesta cualitativa del INDEC se encuentra realizando obras. También consolidan las favorables perspectivas del sector las nuevas licitaciones de obras públicas anunciadas y el desarrollo de puertos en la zona núcleo de la soja (Santa Fe).

Agricultura

El volumen de la cosecha 2003/04 alcanzaría 67,3 millones de toneladas, 5,2% por debajo los niveles de un año atrás. Las malas condiciones climáticas en las etapas de siembra y crecimiento de los granos, que redundaron en menores rendimientos, generarían este desempeño. De esta manera, se interrumpió un ciclo de crecimiento que abarcó los últimos cuatro años favorecido por la introducción





de modificaciones genéticas en la soja que cambiaron la estructura agrícola del país (ver Gráfico III.14). Sin embargo, el ciclo alcista retornaría en 2004/05 de mediar buenas condiciones climáticas.

Por segundo año consecutivo las oleaginosas superan en volumen a los cereales, favorecidas por los buenos precios internacionales, que impulsaron a los productores a volcarse a esos cultivos. Si bien la cosecha de soja alcanzó 32 millones de toneladas, constituyéndose en el mayor cultivo nacional, fue menor a la esperada por los rendimientos obtenidos producto del retraso de la siembra ante la presencia de condiciones climáticas menos favorables. Por su parte, la cosecha de girasol fue significativamente menor a lo esperado, mientras que los cereales tuvieron resultados dispares: el trigo aumentó su volumen, volviendo a niveles similares a los del trienio 2000/02 y el maíz cayó por los problemas en la siembra en la región centro del país. Finalmente, se observaron buenas cosechas de cultivos relacionados con diversas industrias como los de la cebada cervecera y el arroz (ver Gráfico III.15).

Para la campaña 2004/05, se espera un nuevo incremento que permitiría alcanzar un nuevo récord de producción. Si bien se proyecta que la soja continúe en crecimiento, podría existir un cambio en la composición de la cosecha que dependerá de las expectativas de precios de los granos y subproductos en la época de las decisiones de siembra, la necesidad de rotación de cultivos y la competencia que le impondrá a la soja el maíz debido a la reciente autorización de una nueva variedad modificada genéticamente que mejora su rentabilidad.

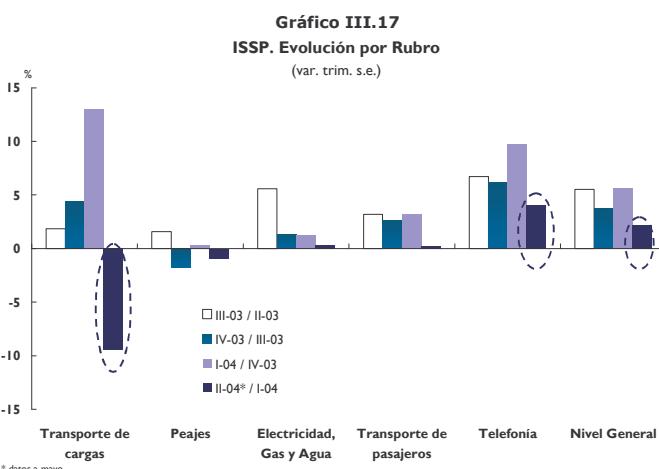
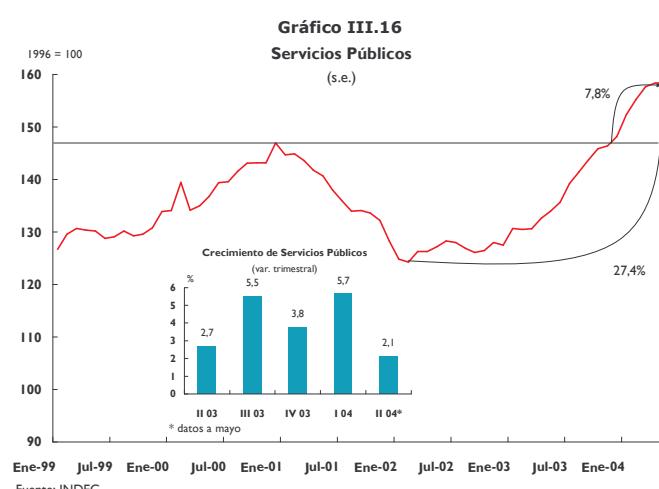
También se prevé una desaceleración en el crecimiento de la inversión de los productores en equipos y maquinarias luego de la expansión que hubo en los últimos dos años, aunque se supone que continúe en niveles elevados debido a los todavía altos márgenes de rentabilidad y los proyectos encarados por las industrias aceiteras.

Servicios

En el primer trimestre, el crecimiento los servicios no regulados se mantuvo con firmeza, en especial aquellos relacionados con la actividad comercial. También se destacan los avances de los sectores de Transporte, almacenamiento y comunicaciones. El sector financiero, por su parte, habría observado un leve avance por primera vez luego de la crisis financiera de fines de 2001.

En el segundo trimestre, por su parte, los servicios continuarían creciendo, a diferencia de lo ocurrido con la mayor parte de los sectores productores de bienes.

En este caso, el consumo de los servicios públicos tuvo una variación trimestral de 2,1% s.e. (ver Gráfico III.16). A diferencia de trimestres anteriores, el incremento estuvo impulsado solamente por los Servicios telefónicos que mantienen un buen ritmo de crecimiento gracias a la telefonía celular. El resto de los componentes, con la excepción del Transporte de cargas, se mantuvieron constantes luego de varios períodos de alza. El Transporte de cargas revirtió la suba del primer trimestre, pero aún se ubica en niveles superiores a los de fines de 2003 (ver Gráfico III.17). En particular, el Transporte de cargas por camiones se encuentra trabajando a plena capacidad, lo cual podría generar





cuellos de botella en la economía en la medida que no se realicen nuevas inversiones.

Asimismo, la producción de electricidad y de gas exhibió una leve expansión desestacionalizada durante el segundo trimestre. Las medidas tomadas por el gobierno para racionar la demanda residencial (Programa de Uso Racional de la Energía), la ampliación de la oferta energética mediante las importaciones de fuel oil, gas y electricidad, en conjunto con la coexistencia de un clima benigno redujeron el impacto de las restricciones energéticas. Adicionalmente se anunciaron nuevas medidas para fortalecer el abastecimiento del mercado interno en el mediano plazo, en especial por la determinación de senderos de recomposición de los precios y se anunció un plan energético nacional a fin de contribuir con las soluciones de mediano plazo del problema energético.

En los próximos meses se proyecta que el consumo de servicios mantenga la tasa de crecimiento de los últimos trimestres, logrando disminuir la brecha respecto al crecimiento de los bienes, en función de la dinámica actual del Consumo Privado. El impacto de las restricciones energéticas en los meses invernales que faltan no será significativo, aunque dependerá en parte de las condiciones climáticas y de la efectividad del programa de racionamiento energético.

IV. EMPLEO Y SALARIOS

IV.1 Síntesis

El empleo siguió creciendo a buen ritmo durante el primer trimestre del año, en línea con el crecimiento de la economía. En términos interanuales (i.a.) el aumento alcanzó 8,4%, consistente con una elasticidad empleo-producto de 0,75. Esta elasticidad, todavía elevada en función de la experiencia histórica, se acerca ahora a valores más sostenibles en el mediano plazo. La tasa de desempleo se redujo 6 puntos porcentuales (p.p.) en términos interanuales, alcanzando el 14,4% de la Población Económicamente Activa (PEA) en su medición del primer trimestre.

El relativo estancamiento que exhibió la tasa de desempleo durante el primer trimestre en relación al cuarto trimestre de 2003 estaría explicado por factores estacionales que aún son difíciles de aislar dado que las nuevas estadísticas de desempleo de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) continua no cuentan con una serie lo suficientemente prolongada. En este sentido, las tasas de desempleo y empleo ya habían mostrado una evolución similar en el primer trimestre del año pasado, a pesar del fuerte crecimiento que registraba la economía en ese período.

En este marco, durante los próximos meses se espera un mayor ritmo de creación trimestral de empleo y por ende una caída en el desempleo. Para fin de año, y consistente con 8% de crecimiento del PIB real, el BCRA proyecta que la tasa de desempleo se reduzca entre 2 y 3 p.p..

Los salarios nominales continuaron recuperándose durante el segundo trimestre, impulsados principalmente por la suba del salario pagado en los sectores informales de la economía. Los salarios privados formales que, ayudados por los aumentos impulsados desde el Ministerio de Trabajo ya recobraron gran parte de la pérdida de poder adquisitivo observada desde 2002, redujeron su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre. Asimismo, los salarios públicos comenzarán a recuperarse en el segundo semestre del año, luego del aumento otorgado por el Gobierno Nacional y algunas jurisdicciones provinciales. En términos reales, los salarios seguirían mostrando una recuperación que sumaría así dos años consecutivos, tras la debacle de los años anteriores y el anémico crecimiento de los mismos aún durante los mejores años de la década de 1990.

Gráfico IV.1
Tasa de Empleo y Crecimiento del PIB

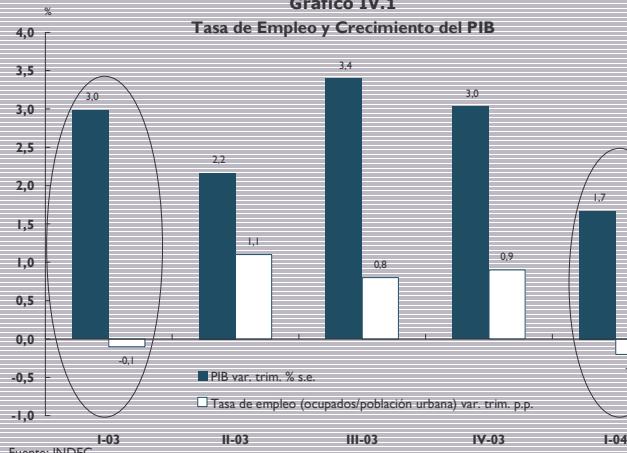
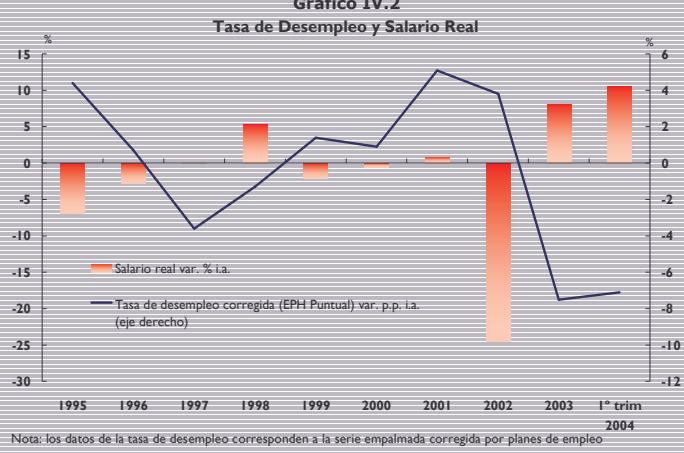


Gráfico IV.2
Tasa de Desempleo y Salario Real



IV.2 Empleo

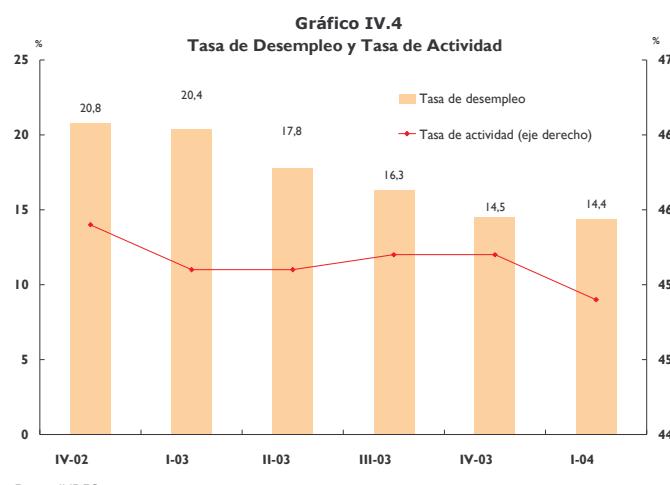
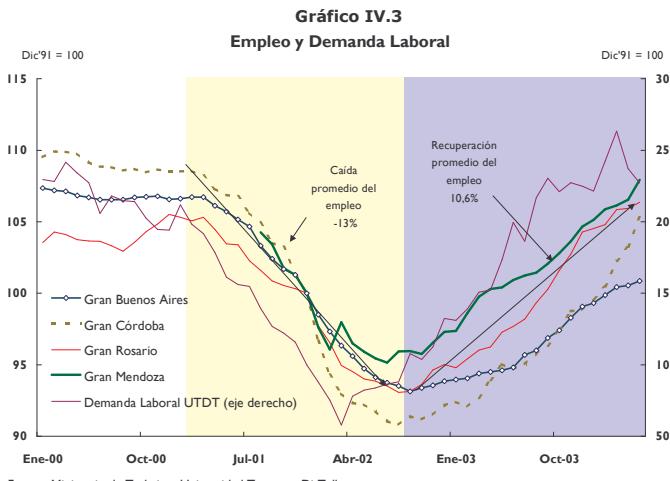
Aún cuando la mayor parte de los indicadores laborales adelantados reflejaban una nueva e importante recuperación del empleo en el primer trimestre de 2004, los resultados de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) mostraron un magro desempeño. Mientras que la encuesta de empleo del Ministerio del Trabajo, los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP) y de la Encuesta Industrial, que abarcan diferentes subconjuntos del mercado de trabajo, dieron cuenta de un aumento trimestral del empleo de 1,8%, 2,5% y 4,4% respectivamente, el empleo relevado por la EPH cayó 0,5% cuando se expanden los resultados de esta encuesta al total de los aglomerados urbanos del país (ver Gráfico IV.3). En este contexto, y a pesar de la caída de la Tasa de Actividad, el nivel de desempleo se mantuvo prácticamente constante en relación al trimestre previo y alcanzó 14,4% (ver Gráfico IV.4).

A priori, la trayectoria del empleo estaría explicada por factores estacionales que, dada la corta historia de la nueva versión de la EPH, son difíciles de aislar y precisar. En efecto, los datos de la nueva EPH durante 2003 ya muestran algún comportamiento estacional. En el primer trimestre del año pasado la Tasa de Empleo registró un comportamiento similar al observado en los primeros tres meses de 2004, a pesar de que la economía se había expandido durante ese período 3% desestacionalizado (s.e.) trimestral. En los trimestres siguientes de 2003, particularmente durante el segundo, el crecimiento de la Tasa de Empleo mostró un comportamiento más acorde con la evolución del nivel de actividad global (ver Gráfico IV.1).

En términos interanuales (i.a.), el aumento del empleo alcanzó a 8,4%, mostrando una elasticidad empleo-producto de 0,75. Esta elasticidad, aunque todavía resulta elevada en función de la experiencia histórica, se acerca a valores más sostenibles en el mediano plazo. En efecto, si bien la nueva estructura de precios relativos con bajos costos laborales determina que se mantenga esta elasticidad en niveles mayores a los observados en la segunda mitad de la década del '90, cuando la economía ya había realizado los ajustes de productividad, era esperable una reducción respecto a los niveles observados a la salida de la crisis.

Corregida por planes de empleo, la Tasa de Desempleo alcanzó 19,5% en el primer trimestre, 0,2 puntos porcentuales (p.p.) inferior a la observada en el cuarto trimestre y 7,1 p.p. menor a un año atrás. La mayor caída de la tasa corregida en comparación con la retracción de la tasa sin corregir, estaría dada por un menor número de ocupados que declaran como ingreso principal un plan de empleo. Así, el crecimiento del empleo genuino en el año sería incluso mayor. Esto se debe, en parte, a que en el último año los planes de Jefas y Jefes de Hogar se redujeron en 230.000 beneficiarios, alentados por las medidas de inclusión fomentadas desde el Ministerio de Trabajo (ver Gráfico IV.5).

En resumen, el relativo estancamiento de la Tasa de Desempleo durante el primer trimestre del año no debiera ser, a priori, un factor de preocupación sobre la evolución futura de este indicador. De esta forma, en los próximos meses se espera un mayor ritmo de creación de empleo y, por ende, una caída en el desempleo aún cuando los indicadores de actividad muestran una desaceleración en





relación al importante crecimiento que experimentó la economía durante el primer trimestre. Para fin de año, y consistente con un crecimiento de 8% del PIB real, se espera que la tasa de desempleo se reduzca entre 2 y 3 p.p..

IV.3 Salarios

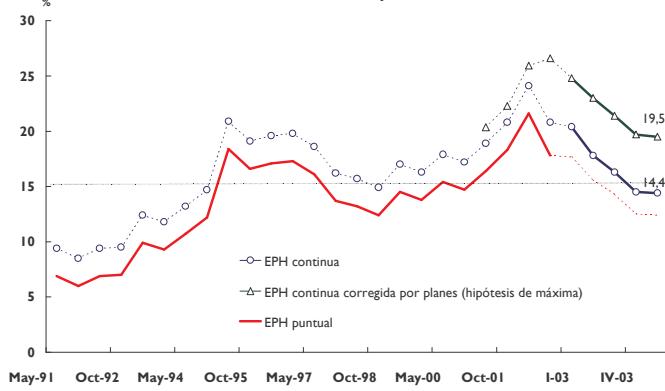
A pesar de la suba nominal que registra el salario promedio de la economía, el aumento en los precios minoristas de abril determinó que los salarios reales mostraran por primera vez en trece meses una leve baja. En particular, el sector público y el sector privado formal explicaron por completo esta dinámica ya que los salarios percibidos por el sector informal volvieron a subir, incluso en términos reales. Comparados con un año atrás el aumento en el salario real promedio alcanza a 10,5%, levemente por debajo de los registros previos (ver Gráfico VI.6).

Actualmente, mientras los salarios pagados en el sector privado formal prácticamente recuperaron el poder adquisitivo que tenían antes de la salida del tipo de cambio fijo, los salarios informales aún mantienen una pérdida cercana a 25% y los salarios públicos a 28%.

Se espera que en los próximos meses vuelva a darse una recuperación de los ingresos reales del trabajo, principalmente en los últimos dos sectores antes mencionados, aunque también el sector privado formal podría mostrar una recomposición. Ya han sido anunciados aumentos salariales en distintas áreas del sector público nacional y provincial que tendrán incidencia sobre los índices del INDEC recién en los meses de mayo y junio.

La trayectoria que mantienen los salarios del sector privado puede atribuirse a varios factores. Por un lado, los aumentos escalonados y homogéneos definidos por el Poder Ejecutivo a partir de diciembre de 2002, que dieron lugar a negociaciones colectivas para readecuar las escalas de la grilla salarial en un contexto donde aumentan las presiones sindicales. Asimismo, la escasez de determinadas capacidades técnicas que se observa en varios sectores, principalmente en algunas ramas industriales y en la construcción, se está traduciendo en mayores salarios por parte de los empresarios para poder captar o retener la mano de obra calificada. En este contexto, varias empresas han decidido invertir en la formación de recursos humanos, ya sea directamente dentro de la propia dinámica de la industria o también a través de convenios con organismos públicos para capacitar mano de obra calificada en el marco de la educación formal. De todas formas, estas acciones recién tendrán impacto sobre la oferta de mano de obra en el mediano plazo. En el corto plazo y en la medida en que se mantenga el dinamismo industrial, estas dificultades para captar mano de obra serían un indicio de que la tasa de desempleo friccional se ubica en niveles más elevados en comparación con los estándares históricos e internacionales.

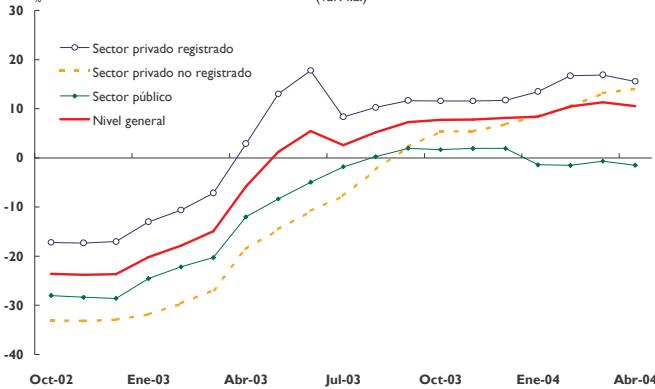
Gráfico IV.5
Tasa de Desempleo



Nota: las líneas continuas indican información oficial publicada y las punteadas fueron calculadas para su comparación

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Gráfico IV.6
Evolución del Salario Real
(var. i.a.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

V. SECTOR EXTERNO

V.I Síntesis

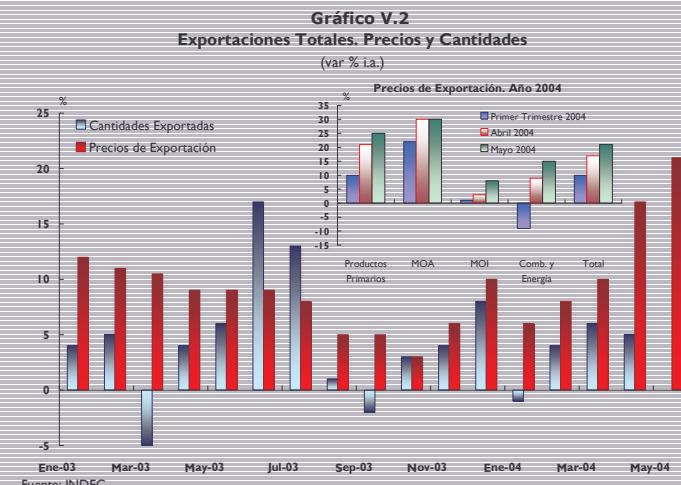
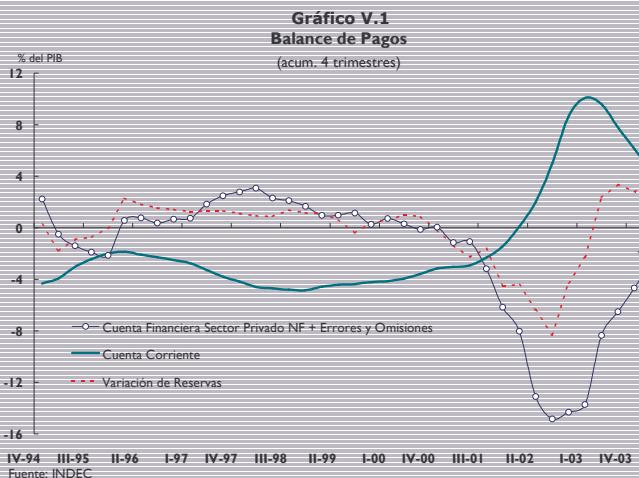
El intercambio con el resto del mundo sigue mostrando un fuerte superávit en Cuenta Corriente, aunque en descenso, y una menor salida de capitales, ambos factores consolidan la tendencia a la normalización de nuestras cuentas externas. Pese al dinamismo que exhiben las exportaciones de bienes, el crecimiento de las importaciones continúa reduciendo la magnitud de la Balanza Comercial, principal factor que determina la dinámica de la Cuenta Corriente. Se prevé que para el año 2004 el superávit de la Cuenta Corriente alcance 3% del PIB, frente al 6% alcanzado en 2003.

Las exportaciones de bienes están creciendo a un ritmo elevado, principalmente por la fuerte suba de precios que registraron las materias primas. A pesar de la importante recuperación de las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) con destino a Brasil, se observa una participación creciente de este país como origen de las importaciones y un deterioro del balance comercial bilateral. Sin embargo, se espera que, en la medida en que se recupere el gasto interno en Brasil, la brecha comience a cerrarse. Para el año en curso se espera que las exportaciones alcancen US\$32.300 millones, superando el récord histórico del 2003.

Las importaciones, por su parte, continúan creciendo con firmeza a la par de la mejora del nivel de actividad económica y alcanzarían los US\$24.200 millones durante 2004. Los Bienes de Capital y de Consumo lideran el aumento de las importaciones, impulsados por la evolución de la Inversión y el Consumo Privado.

La Cuenta Capital y Financiera en “base caja” continúa registrando una salida neta aunque de magnitud decreciente. Ello se explica por una marcada reducción de la salida de capitales del sector privado conjuntamente con un crecimiento de la Inversión Extranjera Directa y una disminución de los pagos netos a Instituciones Financieras Internacionales (IFI). El avance en el proceso de renegociación de pasivos privados genera un aumento de los flujos de capitales.

La evolución de los precios de las materias primas de exportación (ligada ampliamente a la demanda efectiva de China) y de la economía brasileña son los dos principales factores de riesgo a vigilar con elevada incidencia sobre el sector externo en los próximos trimestres.



Cuadro V.1

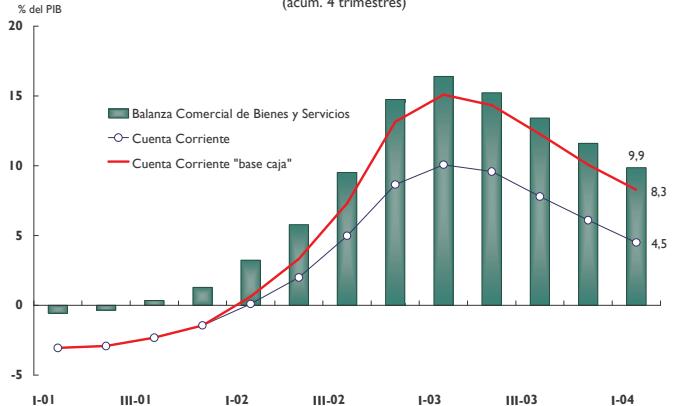
Estimación del Balance de Pagos, Cuenta Corriente

(millones de US\$)

	2002	I-03	II-03	III-03	IV-03	2003	I-04
Cuenta Corriente	9.142	2.071	2.966	1.662	1.140	7.839	374
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	8,7	8,0	8,5	5,1	3,3	6,1	1,1
Cuenta Corriente "base caja", anualizada en % del PIB	13,5	13,7	12,8	8,2	6,9	10,2	5,3
Mercancías	17.236	4.188	4.968	4.027	3.264	16.447	2.890
Exportaciones fob	25.709	6.556	8.125	7.550	7.336	29.566	7.285
Importaciones fob	8.473	2.368	3.157	3.523	4.071	13.119	4.395
Servicios	-1.658	-422	-360	-457	-302	-1.541	-592
Exportaciones de servicios	3.039	981	874	962	1.173	3.989	1.285
Importaciones de servicios	4.697	1.402	1.234	1.419	1.475	5.530	1.877
Rentas	-7.009	-1.826	-1.807	-2.055	-1.981	-7.668	-2.077
Renta de la inversión	-6.996	-1.823	-1.803	-2.052	-1.979	-7.658	-2.072
Intereses	-7.227	-1.699	-1.713	-1.699	-1.684	-6.797	-1.645
Ganados	2.686	670	662	665	726	2.722	689
Pagados	9.913	2.369	2.375	2.365	2.410	9.519	2.333
Utilidades y Dividendos	230	-124	-90	-352	-295	-861	-427
Ganados	350	164	115	83	97	458	126
Pagados	120	288	205	436	391	1.319	553
Otras Rentas	-13	-3	-3	-3	-2	-11	-5
Transferencias corrientes	572	131	165	146	158	601	153

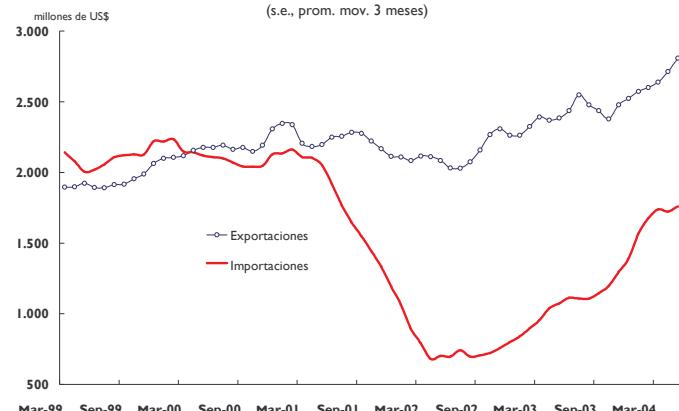
Fuente: INDEC

Gráfico V.3
Evolución de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos
(acum. 4 trimestres)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico V.4
Comercio Exterior. Exportaciones e Importaciones
(s.e., prom. mov. 3 meses)



Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente del Balance de Pagos

El saldo de la Cuenta Corriente continúa exhibiendo una reducción relacionada directamente con la recuperación del nivel de actividad observada en los últimos dos años. El crecimiento de la actividad económica sigue impulsando las importaciones de bienes, que crecen a un ritmo muy superior al exhibido por las exportaciones. La Balanza Comercial sigue liderando la evolución de la Cuenta Corriente, que se proyecta arroje un saldo positivo de 3 puntos porcentuales (p.p.) del PIB en 2004.

El intercambio de servicios registra un déficit creciente por el mayor incremento de las importaciones frente a las exportaciones. El aumento de las importaciones de servicios se debe casi por completo al crecimiento de los rubros viajes, pasajes y fletes. El rubro viajes, que estima el flujo de turismo de residentes argentinos al exterior creció impulsado por la recuperación del poder adquisitivo de los consumidores. A su vez, impactó en el crecimiento de la cuenta de transportes (también afectada por el aumento de precios de los pasajes). Los fletes, por su parte, sufrieron un incremento por el efecto combinado de mayores niveles de comercio mundial, conjuntamente con el paulatino encarecimiento de sus costos, debido en parte al incremento en la cotización del petróleo (ver Cuadro V.1).

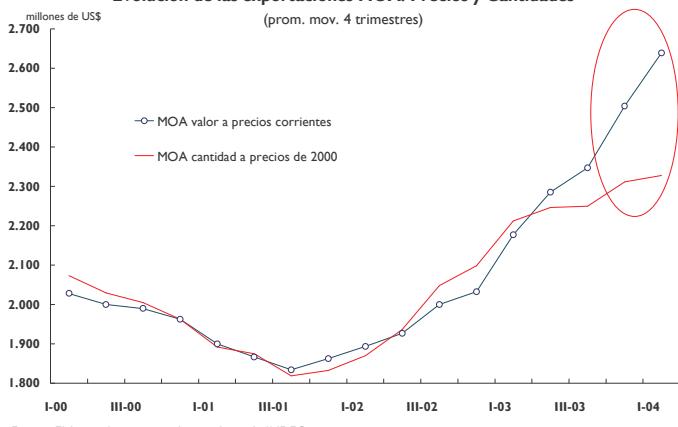
La recuperación de la actividad económica influye también en el aumento de las utilidades y dividendos girados al exterior, engrosando el déficit de la cuenta Rentas. Cabe recordar que dentro de este rubro se contabilizan los intereses de la deuda externa total en base devengado, por lo que también incluyen los intereses no pagados de la deuda en *default*. En particular, en los últimos cuatro trimestres la acumulación de atrasos de intereses ascendió a 3,8 p.p. del PIB. Así, si se corrige la Cuenta Corriente por los intereses devengados y no pagados (una aproximación al cálculo de la Cuenta Corriente en "base caja") el saldo sería de aproximadamente 6,8 p.p. del PIB durante 2004. Este nivel resulta históricamente elevado, aunque menor a los valores registrados luego de la devaluación del peso (ver Gráficos V.1 y V.3).

Una vez que se defina el proceso de reestructuración de la deuda pública en *default*, se normalizaría en mayor medida el comportamiento de la cuenta Rentas de la Inversión. De acuerdo con los datos difundidos en la nueva propuesta de reestructuración, en un escenario de elevada aceptación, el nuevo flujo anual de intereses devengados de la deuda pública externa ascendería aproximadamente a 1,4% del PIB. De esta forma, los menores intereses que se derivarían de la reestructuración de la deuda pública generaría una mejora del superávit de Cuenta Corriente en base devengado, que para 2004 ascendería a aproximadamente 2 p.p. del PIB. En sentido contrario, la reanudación de los pagos de intereses provocará una reducción del superávit en Cuenta Corriente medida en "base caja" de aproximadamente 0,6% del PIB. Sin embargo, el aumento del pago de intereses en "base caja" no será similar a los intereses devengados debido a que dos de los nuevos bonos ofrecidos capitalizan intereses, por lo que los nuevos cupones son efectivamente devengados mas no pagados.



Gráfico V.5

Evolución de las exportaciones MOA. Precios y Cantidades



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Balanza Comercial

Durante el segundo trimestre de 2004 las exportaciones continuaron evolucionando favorablemente. El fuerte aumento fue provocado casi en su totalidad por una mejora en los precios de exportación ya que las cantidades exportadas crecieron en una magnitud mucho menor. El incremento de los precios de exportación se manifestó en todos los rubros destacándose las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), cuyo precio promedio registró una mejora de 26% interanual (i.a.) en los primeros cinco meses del año, impulsado en particular por los precios de los subproductos de la soja. Por su parte, los Productos Primarios también registraron una fuerte suba de precios en el período, que en promedio alcanzó 17% i.a. (ver Gráfico V.5). Se espera que para todo 2004 las exportaciones lleguen a los US\$32.300 millones, alcanzando un nuevo récord histórico.

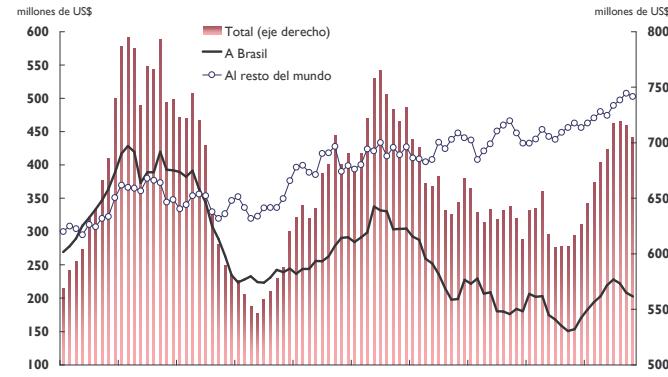
La mitad del aumento de las exportaciones totales se explica por el desempeño del complejo sojero. Sin embargo, para los próximos meses se espera una leve caída interanual en las cantidades exportadas de soja y subproductos debido a la reducción de la cosecha 2003/2004 y, dados los bajos niveles de existencias de la industria, no hay margen físico para “aprovechar” en mayor medida los todavía elevados precios internacionales. Igualmente, teniendo en cuenta el efecto cantidades, se espera que durante 2004 las exportaciones del complejo sojero sean en conjunto entre 20% y 30% mayores a los elevados niveles registrados en 2003, con un impacto sobre las exportaciones de entre US\$1.430 millones y US\$2.150 millones, a pesar de la reducción de sus precios en los últimos meses (ver Apartado 1).

La exportación de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) se incrementó en 13% i.a. en el transcurso de 2004, un aumento de magnitud que, a diferencia del resto de los grandes rubros, fue provocado mayormente por las cantidades exportadas. Los sectores de mejor evolución continúan siendo materias plásticas y productos químicos, que vienen liderando el crecimiento de las exportaciones industriales. Se registró también un fuerte aumento de las ventas de material de transporte terrestre principalmente con destino a Brasil y a México (ver Gráfico V.6).

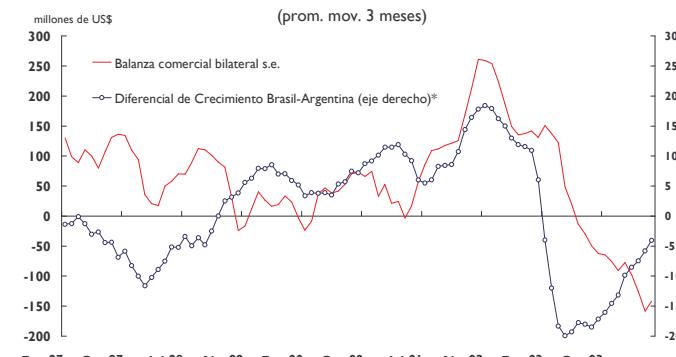
En lo que respecta a los destinos de exportación, se observa un creciente dinamismo de los envíos a Brasil, acentuado en el caso de las exportaciones MOI. A pesar de este resultado, el déficit bilateral con el país vecino continúa ampliándose debido a que las importaciones desde ese destino se incrementaron 81% i.a. en el período enero-mayo. En efecto, aún cuando ya en el primer trimestre el producto brasileño creció a una tasa similar al argentino, las fuentes que impulsan la recuperación difieren entre ambas economías. En Brasil fueron las exportaciones las que lideraron la reactivación en el primer trimestre del año, mientras que en Argentina el principal impulso continúa dado por el Consumo y la Inversión. Se espera que en la medida que se recupere el gasto interno en Brasil comience a cerrarse la brecha comercial bilateral (ver Gráfico V.7).

Por otra parte, las importaciones continúan exhibiendo un marcado dinamismo. Tal como en el caso de las exportaciones, se verifica una influencia creciente de los precios, aunque siguen siendo las cantidades el principal motor del crecimiento. En particular, el

Gráfico V.6

Exportación de Manufacturas de Origen Industrial
(s. e., prom. mov. 3 meses)

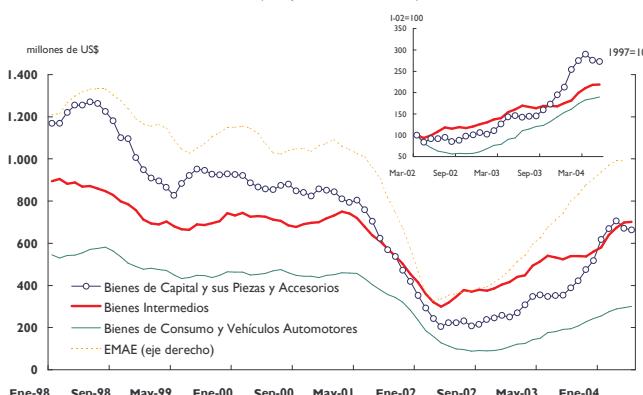
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico V.7
Diferencial de Crecimiento Industrial
y Balanza Comercial con Brasil

* El diferencial de crecimiento industrial se construye a partir de la diferencia entre las tasas interanuales de variación de la producción industrial de Brasil y Argentina.

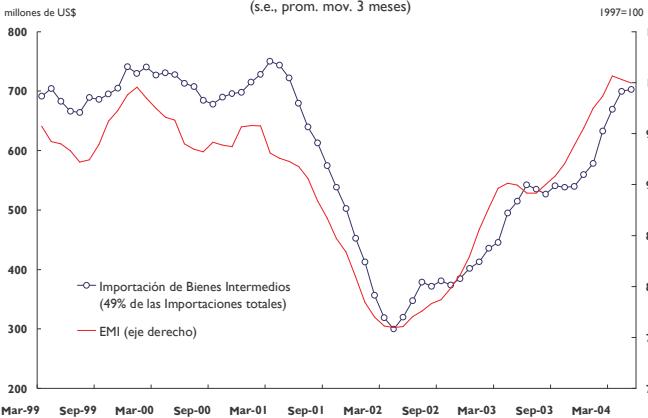
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC e IBGE

Gráfico V.8
Evolución de las Importaciones por Uso Económico
(s.e.; prom. mov. 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico V.9
Importación de Bienes Intermedios y Actividad Industrial
(s.e., prom. mov. 3 meses)



Fuente: INDEC

desempeño en los primeros cinco meses de 2004 se explica por un aumento conjunto de 61% i.a. en las cantidades importadas y 6% i.a. en sus precios. Si bien se observa una aceleración en la suba de los precios de importación, el efecto sobre los términos del intercambio resulta limitado debido al ya comentado desempeño de los precios de exportación. Se espera que en 2004 las importaciones alcancen los US\$24.200 millones, con un aumento de aproximadamente 50% i.a..

Las compras de Bienes de Capital y sus Partes y Piezas continúan liderando el incremento y explican la mitad del crecimiento de las importaciones totales. La explosión en ventas de telefonía celular es uno de los principales impulsores de las importaciones de Bienes de Capital. También se destacan dentro del rubro las importaciones de camiones y tractores, de la mano del crecimiento de la Inversión Privada, especialmente de parte de los sectores vinculados con la actividad agropecuaria (ver Gráfico V.8).

Asimismo exhibieron un fuerte incremento las importaciones de Bienes de Consumo y Vehículos Automotores, que duplican los valores registrados en mayo de 2003. Sin embargo, dentro de este rubro sigue ganando terreno la adquisición de bienes de consumo durable y semidurable. Se destacó además el crecimiento de las compras de Combustibles y Lubricantes, influido por la importación de fuel oil proveniente de Venezuela para paliar el faltante de gas en la generación de energía eléctrica. Los Bienes Intermedios resultaron el rubro con menor crecimiento, probablemente afectado por el comportamiento de la producción industrial durante el segundo trimestre del corriente año (ver Sección III y Gráfico V.9).

La evolución de los precios de las materias primas de exportación, que mostraron un cambio de tendencia a partir del mes de abril, y de la economía brasileña son factores de riesgo a vigilar con amplia incidencia sobre el sector externo. Adicionalmente, tendría un fuerte impacto cualquier tipo de medida restrictiva que pudiera adoptar China sobre sus importaciones de soja y subproductos.

V.3 Cuenta Capital y Financiera

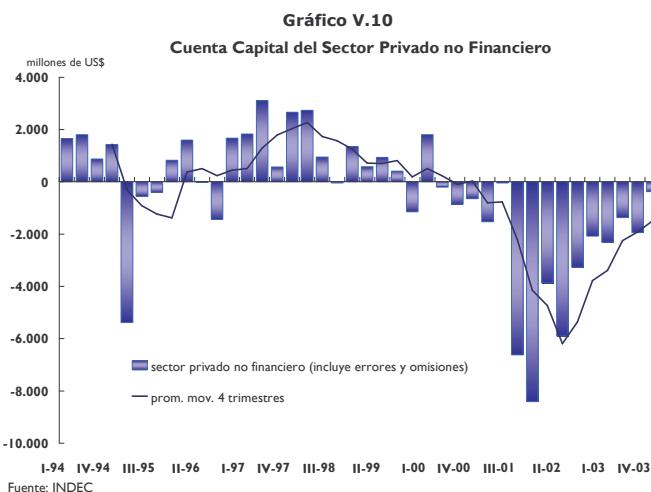
La Cuenta Capital y Financiera registró en el primer trimestre un ingreso neto 2,3 p.p. del PIB en términos anualizados. Este resultado es, en mayor medida, fruto del financiamiento involuntario del sector público producto del *default* y del superávit en la Cuenta Financiera del sector privado no financiero (ver Cuadro V.2).

La Cuenta Financiera del sector privado no financiero registró superávit por primera vez en casi tres años. Adicionalmente a la continua reducción en la formación de activos externos a causa de la estabilización económica y el mayor grado de certidumbre, se observan dos fenómenos en particular: en primer lugar, se volvió a registrar un crecimiento de cierta magnitud en el financiamiento al sector privado por parte de proveedores, que se destaca como la única fuente de financiamiento externo del sector privado que exhibe signos claros de recuperación. En segundo término, se observó también un aumento de la Inversión Extranjera Directa (IED) del sector, que aunque partiendo de niveles exigüos, paulatinamente comienza a recuperarse, impulsada por la continua mejora del contexto local y por el aumento global de los flujos de

Cuadro V.2
Estimación del Balance de Pagos, Cuenta Capital y Financiera
(millones de US\$)

	2002	I-03	II-03	III-03	IV-03	2003	I-04
Cuenta capital y financiera	-11.739	-1.532	-650	44	-430	-2.569	777
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-11,1	-5,9	-1,9	0,1	-1,2	-2,0	2,3
Cuenta capital y financiera "base caja"	-16.142	-2.753	-2.070	-877	-1.727	-7.427	-538
Cuenta capital	406	32	1	36	2	70	3
Cuenta financiera	-12.145	-1.564	-651	8	-432	-2.639	774
Sector Bancario	-2.573	-469	-898	-488	-1.145	-3.001	-603
Sector Público no Financiero	3.618	739	943	1.962	1.004	4.647	1.175
Gobierno Nacional	3.683	759	995	1.979	1.012	4.745	1.156
Gobiernos Locales	237	49	30	42	45	167	80
Empresas y otros	-302	-70	-83	-59	-53	-265	-61
Sector Privado No Financiero	-13.190	-1.834	-695	-1.466	-291	-4.285	202
Errores y Omisiones Netos	-1.919	-469	-664	-470	-86	-1.689	-267
Variancia de Reservas Internacionales	-4.516	70	1.651	1.236	624	3.581	884
Item de memorando. Financiamiento Involuntario	12.544	2.846	3.841	2.334	5.330	14.351	4.929

Fuente: INDEC



capitales hacia economías emergentes (ver Sección II). La principal fuente del crecimiento en la IED del sector privado no financiero la constituyó la reinversión de utilidades, estimada en US\$605 millones en el primer trimestre, aproximadamente el doble de lo registrado durante todo el año 2003 (ver Gráfico V.10).

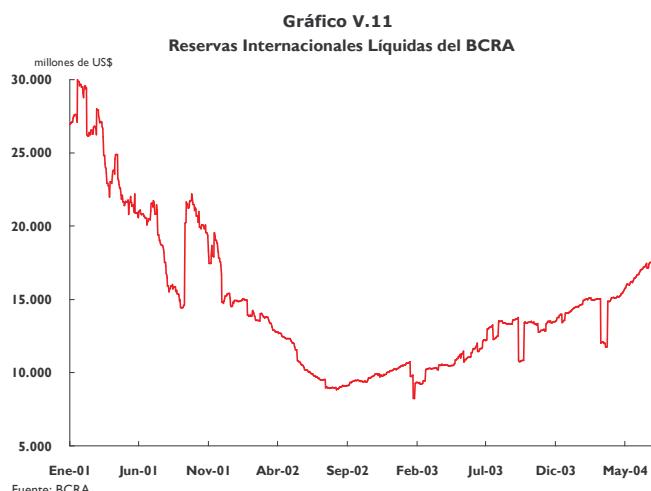
Por último, al 31 de marzo de 2004 la Deuda Externa alcanzó US\$147.319 millones (109,1% del PIB), con un leve incremento respecto al registro de fines de 2003. El crecimiento se debe por completo al incremento del pasivo del sector público no financiero, casi exclusivamente por la acumulación de atrasos. La deuda externa privada, por su parte, no mostró cambios significativos y ascendió a US\$39.582 millones.

Sin embargo, según los nuevos datos difundidos por el BCRA sobre la evolución de la deuda externa privada entre 2001 y 2003, el stock total relevado alcanzaría US\$60.384 millones³. En el documento difundido se destaca la reducción del endeudamiento externo del sector privado, que durante el bienio 2002-2003 cayó nada menos que US\$17.230 millones, como consecuencia de una contracción del endeudamiento de US\$10.170 millones por parte del sector privado no financiero y de US\$7.060 millones del sector privado financiero. Esta tendencia respondería principalmente a la falta de financiamiento externo luego de la cesación de pagos, conjugado con las reestructuraciones de deuda que lograron importantes quitas, además de la regularización en el cumplimiento de los pagos por parte de un grupo creciente de firmas⁴. Con todo, la deuda externa total ajustada por el cambio en esta medición ascendería aproximadamente a 112 p.p. del PIB.

V.4 Reservas Internacionales

Las Reservas Internacionales del Banco Central continúan aumentando de acuerdo a las pautas del Programa Monetario. El sustancial superávit de la Balanza Comercial continúa siendo la mayor fuente de divisas, a lo que se suma la menor demanda del sector privado para formación de activos externos. De esta manera, al 30 de junio de 2004 las Reservas totalizaron US\$17.443 millones, con un crecimiento neto de US\$2.440 millones durante el segundo trimestre (ver Gráfico V.11).

Se espera que continúe el crecimiento del stock de Reservas, ya que debido al carácter contractual (en términos monetarios) del sector público, del sector financiero y de la emisión de títulos del BCRA, la acumulación de reservas, principalmente como contrapartida de las compras de divisas al sector privado, permite satisfacer la demanda de liquidez (Sección VII).



³Según el INDEC la diferencia en los datos se deriva de que las estimaciones del pasivo del sector privado no financiero se basan en flujos incompletos de información y serían revisadas. En particular, las estimaciones de los flujos y saldos de la deuda externa del sector privado no financiero se basan en una encuesta de un número limitado de empresas que fue discontinuada en 2002, cuando el BCRA implementó el relevamiento de deuda externa privada (comunicación A 3602).

⁴ El documento puede ser consultado en la página web del BCRA: www.bcra.gov.ar

VI. FINANZAS PÚBLICAS

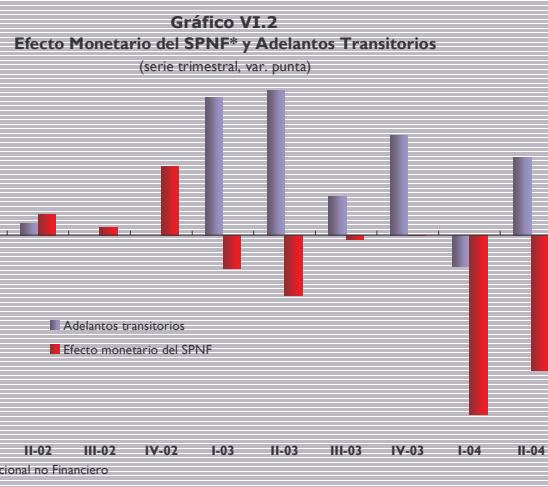
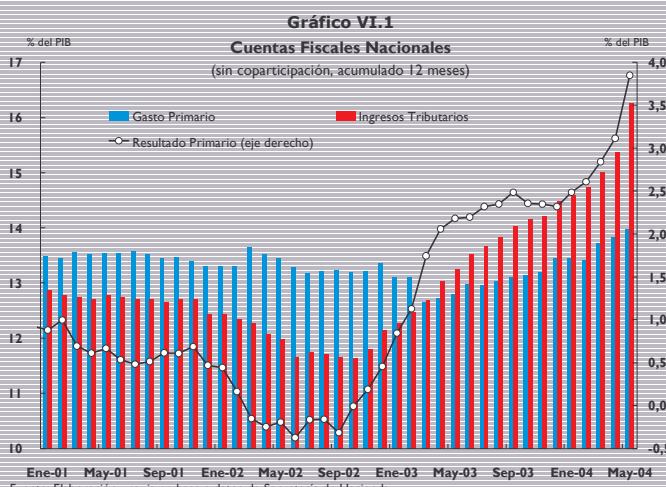
VI.1 Síntesis

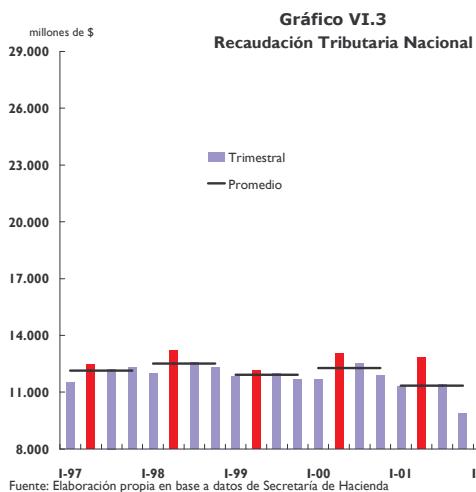
Durante el segundo trimestre del año se profundizó la consolidación de las finanzas públicas tanto nacionales como provinciales, en mayor parte explicada por el excelente desempeño de la recaudación tributaria que continúa superando las expectativas. Este factor se suma a una evolución más moderada del gasto público. Así, en los cinco primeros meses del año el superávit primario a nivel nacional alcanzó las pautas originales del Presupuesto y del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), previstas para todo el año.

El mayor nivel de recursos en relación con lo oportunamente estimado permitió al Gobierno Nacional ampliar los créditos presupuestarios destinados a gastos de carácter permanente y atender situaciones no previstas en la formulación del Presupuesto. Este aumento del gasto también se estaría exhibiendo a nivel provincial.

Sin embargo, aún con estos incrementos de gasto se prevé un amplio sobrecumplimiento de las pautas presupuestarias. Así, para el segundo semestre se espera que el Gobierno Nacional no sea un factor de expansión de la base monetaria y, en el marco del programa de financiamiento con las Instituciones Financieras Internacionales (IFI), cuente con los recursos necesarios para financiar los servicios de deuda en situación regular.

El Ministerio de Economía continuó con el proceso de reestructuración de la deuda que actualmente se encuentra en situación irregular. Entre los progresos realizados se destaca la presentación de documentación oficial ante la Comisión Nacional de Valores y la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos con detalles adicionales sobre la próxima operación de canje. Continuamos observando el desenlace de este proceso como el principal factor de incertidumbre desde la perspectiva fiscal de mediano plazo, con un visible impacto sobre la política monetaria y el sistema financiero en el futuro mediato.





VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

Ingresos

Durante el segundo trimestre los recursos tributarios continuaron con la evolución favorable exhibida en los trimestres anteriores y marcaron un nuevo récord, principalmente por los ingresos que aportaron el Impuesto a las Ganancias y la estacionalidad positiva que impacta sobre otros tributos (ver Gráfico VI.3).

Los impuestos que guardan una relación más directa con la evolución de la actividad económica (IVA, Ganancias, Seguridad Social y Comercio Exterior, entre otros) son los que mayor recuperación continúan mostrando. Aún descontando los Derechos de Exportación, los niveles actuales de recaudación en términos del PIB se ubican en valores superiores a los previos a la crisis de 2001 (ver Gráfico VI.4).

Particularmente, el Impuesto a las Ganancias registró un nuevo récord, que en buena medida refleja resultados extraordinarios de empresas en algunos sectores particulares de actividad. Aún si el sector petrolero no hubiera registrado ganancias imponibles de la magnitud observada, el fuerte ritmo de crecimiento de la actividad económica durante 2003 igualmente habría generado un nivel de recaudación muy significativa. Así, y en función del régimen de liquidación y pago del impuesto, quedó determinado un nivel elevado de la base imponible para el resto del año.

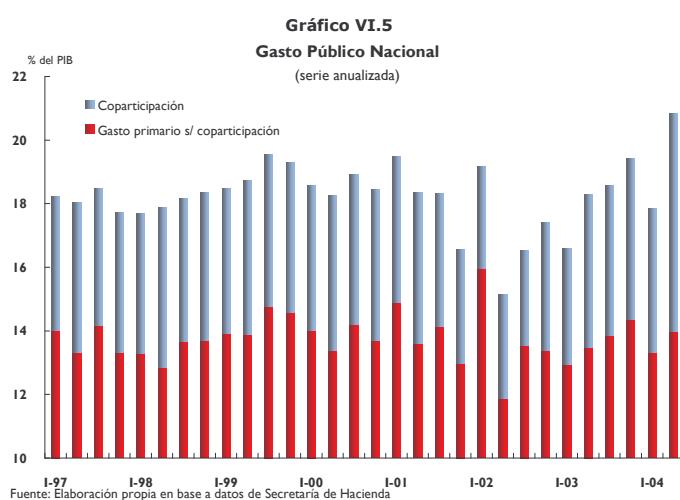
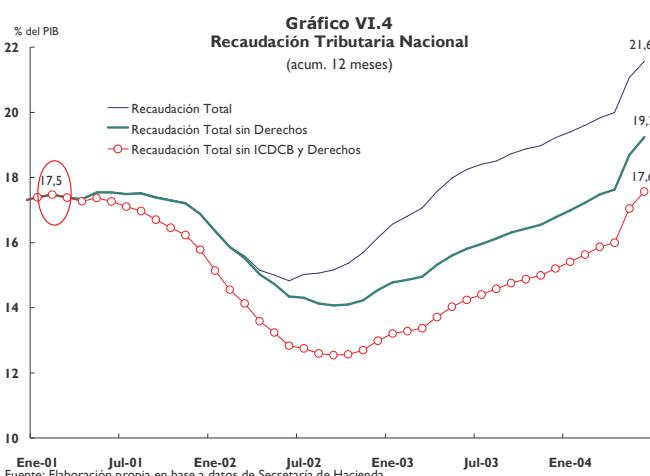
El buen desempeño de los ingresos tributarios dio lugar a una leve “disminución” de la tasa del Impuesto a los Créditos y Débitos (ICDCB). En efecto, desde mayo pasado se instrumentó la reducción de 0,2 puntos porcentuales (p.p.) de la alícuota, sólo sobre las operaciones de crédito en cuentas bancarias, mediante el pago a cuenta sobre el Impuesto a las Ganancias o a la Ganancia Mínima Presunta. No es una baja efectiva y esto dificulta, entre otras cosas, la determinación directa del impacto sobre la actividad financiera. Sin embargo, la magnitud de esta disminución resultaría aún insuficiente para atenuar los efectos negativos del tributo sobre las transacciones y colocaciones financieras.

Para los próximos meses se prevé que los ingresos fiscales continúen con la tendencia del primer semestre, reflejando, en parte, el excelente resultado de las declaraciones juradas del Impuesto a las Ganancias, el crecimiento del nivel de actividad económica y las mejoras de la administración tributaria. El desempeño de los ingresos impositivos podría verse afectado si se aprueban los proyectos de incentivos a la inversión (entre otras modificaciones tributarias) que se encuentran actualmente en tratamiento legislativo. Estas iniciativas generarían un costo fiscal que, sin embargo, tendrían un impacto moderado para este año.

Gasto y Resultado

El gasto primario nacional se mantuvo dentro de las pautas presupuestarias. Sin embargo, para los próximos meses se esperan aumentos en función de la ampliación de créditos presupuestarios anunciada por el Gobierno en mayo.

Entre estas modificaciones se destaca un nuevo aumento en las jubilaciones y pensiones mínimas y los adicionales sobre salarios



**Cuadro VI.1**
Comparación Resultados Respecto de Metas Acuerdo FMI
 (millones de \$)

	Jun-03	Oct-03	Dic-03	Mar-04	Jun-04*
Resultado Financiero Acumulado **	1.423	2.305	1.794	2.369	8.728
Meta FMI Acumulada (indicativa)	-2.198	600	350	-670	2.130
Sobrecumplimiento Meta FMI	3.621	1.705	1.444	3.039	6.598
Superávit Primario Acumulado **	4.930	8.118	8.677	3.982	11.858
Meta FMI Acumulada	4.500	6.940	7.790	1.100	5.550
Sobrecumplimiento Meta FMI	430	1.178	887	2.882	6.308

* Estimado BCRA; ** Las metas de 2004 corresponden a las pautas definidas en septiembre de 2003

Fuente: Secretaría de Hacienda

otorgados a empleados públicos. Además, se incorporaron partidas para afrontar situaciones no previstas en la formulación del Presupuesto, tales como los recursos destinados a morigerar las restricciones sobre el suministro de energía y el refuerzo sobre los gastos destinados a mejorar la seguridad interior, entre otras.

En sólo seis meses del año, el Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) acumuló un resultado primario superior a la pauta anual del Presupuesto 2004 y a la originalmente prevista en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) (ver Cuadro VI.1). Así, el Sector Público no fue un factor de expansión de la base monetaria y sólo utilizó la asistencia del BCRA de forma transitoria para cubrir parte de los servicios de deuda con las Instituciones Financieras Internacionales (IFI). En particular, en el trimestre se otorgaron \$1.230 millones para afrontar diferentes pagos que generaron un descalce de capital de aproximadamente \$1.300 millones.

Se prevé que durante el segundo semestre continúe el buen desempeño fiscal y de esta forma el resultado primario podría alcanzar 4% del PIB. En este contexto, y en el marco del programa de financiamiento con las IFI, se estima que el Gobierno contará con los recursos necesarios para afrontar los pagos de intereses y capital de la deuda en situación regular para el resto del año, previéndose que el sector público no sea un factor de expansión de la base monetaria.

Deuda pública

El Gobierno continuó con el proceso de renegociación de la deuda pública en situación irregular y presentó detalles adicionales sobre la oferta final de reestructuración. Principalmente se avanzó dentro de algunos de los elementos “no precisados” en los lineamientos formulados en Dubai. En particular, se realizaron algunas modificaciones para la definición de los nuevos títulos a emitir, tomando en cuenta además las recomendaciones que surgieron del proceso de consulta con los bancos asesores oportunamente contratados y con los acreedores privados. Además, y en función de la evolución reciente del nivel de actividad, se ajustaron las estimaciones del escenario macroeconómico para los próximos años.

Una de las principales modificaciones respecto de la presentación de Dubai es el reconocimiento de la mayor parte de los intereses devengados impagos (*past-due interest*, PDI). Sin embargo, se mantuvo la quita nominal de 75% sobre la “deuda elegible” que alcanzó, según las estimaciones oficiales, US\$81.200 millones a fin de 2003.

La nueva presentación indica que los PDI reconocidos, que serán capitalizados a igual plazo que los nuevos títulos a emitir, dependerán del grado de aceptación de la oferta entre los tenedores de deuda actuales. Así, en caso de que más de 70% de los acreedores ingrese al canje, se reconocería PDI hasta el 30 de junio de 2004 por un valor de US\$22.900 millones. En el caso contrario, la fecha de corte sería el 31 de diciembre de 2003 y el monto a reconocer alcanzaría US\$18.200 millones.

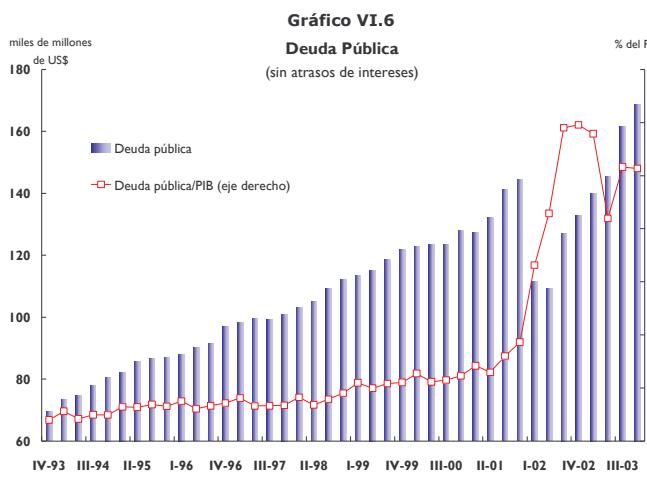
Conservando lo indicado en Dubai, se emitirán tres clases de nuevos bonos: uno con un descuento nominal significativo

Cuadro VI.2
Principales Condiciones Financieras de los Nuevos Títulos a Emitir

	Par	Descuento	Cuasi Par
Moneda	extranjera y \$ más CER	extranjera y \$ más CER	\$ más CER
Vencimiento (años)	35	30	42
Gracia (años)	25	20	32
Amortizaciones (nro. cuotas semestrales)	20	20	20
Capitalización de intereses (años)	0	0(+)	10
Cupón anual (%)	1,35-5,25	8,4	5,95

(+): capitaliza parte del cupón durante los 10 primeros años

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



(Descuento), otro con una quita nominal menor (Cuasi Par) y un bono Par cuya quita en valor presente será exclusiva consecuencia del diferimiento en el tiempo de los servicios. El Cuasi Par sería emitido solamente en pesos (ajustables por el CER), mientras que los otros títulos se podrían emitir en diferentes monedas (ver Cuadro VI.2).

Adicionalmente, se avanzó en las especificaciones sobre algunas características de las “unidades vinculadas con el PIB” que se entregaría como un adicional a todos los nuevos bonos. Según se definió, la realización de un pago estaría sujeta a dos condiciones: que el crecimiento real del PIB resulte superior a 3% anual y que el Producto se ubique por encima del valor base⁵. El monto del pago, que se realizaría en efectivo al año siguiente, se calcularía como 5% de la diferencia entre el PIB y el valor base.

De esta forma, el Gobierno continúa avanzando en la elaboración de una propuesta de reestructuración de deuda que redunde en una amplia aceptación entre los acreedores y sea sustentable en el mediano y largo plazo.

Los resultados de la renegociación de la deuda siguen siendo el factor de incertidumbre más importante y evidente desde la perspectiva fiscal.

Finanzas Públicas Provinciales⁶

En línea con la evolución que mostraron las finanzas nacionales en los últimos dos años, las provincias también exhibieron una importante mejora en sus cuentas públicas.

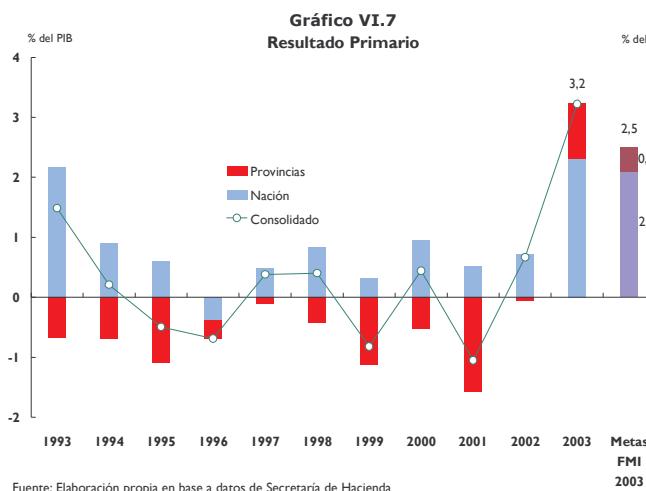
De acuerdo a la información recientemente publicada por el Ministerio de Economía y Producción, los ingresos totales del Sector Público Provincial (SPP) crecieron significativamente en 2003, alcanzando 11,3% del PIB, nivel que es incluso superior al del promedio de la Convertibilidad (11,1% del PIB). Esta recuperación fue explicada en mayor parte por el crecimiento de las transferencias desde la Nación, principalmente las originadas en la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI), las cuales se incrementaron al ritmo de la recaudación nacional de impuestos (ver Cuadro VI.3).

También mejoraron los ingresos tributarios provinciales, impulsados por la recuperación del impuesto a los ingresos brutos que alcanzó un máximo histórico durante 2003. En este caso, la propia definición del impuesto (en cascada sobre las ventas) genera que la elasticidad recaudación-producto sea, generalmente, superior a uno.

La evolución del gasto primario exhibió un crecimiento nominal generalizado en todos sus componentes, luego del fuerte ajuste (nominal y real) exhibido en 2002. Sin embargo, en términos del PIB, el gasto provincial se mantuvo sin cambios, evolución que contrasta con el desempeño observado por el gasto primario nacional (neto de transferencias a provincias) que creció más de 0,5 p.p. del PIB. No obstante, los mayores gastos en bienes y servicios y el aumento en los gastos de capital, que en ambos casos habían

⁵ El valor base es el PIB proyectado a una tasa de crecimiento real de 3% anual desde 2005 inclusive.

⁶ En adelante, cuando se hable de provincias también se estará haciendo referencia a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.



alcanzado mínimos históricos, explicaron la mayor parte del crecimiento de las erogaciones provinciales. Adicionalmente, crecieron los gastos salariales, en mayor medida reflejando la devolución de algunos descuentos de sueldos aplicados durante la crisis.

Así, el resultado primario de las provincias en 2003 fue 0,9% del PIB (\$3.591 millones), sobre pasando las estimaciones previas y la meta de 0,4% del PIB acordada con el FMI en enero del año pasado, rompiendo con más de una década de déficit persistentes.

A pesar de este buen desempeño, el endeudamiento de las provincias no disminuyó, aún cuando sólo se registraron déficits financieros en cinco distritos por un monto total inferior a los \$250 millones. Sin embargo, el aumento observado en el stock total se debe principalmente a ajustes de valuación. La conversión de la mayor parte de la deuda provincial (que principalmente era mantenida con entidades financieras) a los Bonos Garantizados (BOGAR), títulos que ajustan su capital por CER, justificó parte de los incrementos en la deuda medida en pesos.

El comportamiento fiscal en términos consolidados durante 2003 revela una importante recuperación de los ingresos, que alcanzaron un máximo histórico superando el registro de 2002 en más de 3 p.p. del PIB y explica mayormente el aumento del superávit primario. El gasto primario, en cambio, exhibió una leve recuperación (0,6% del PIB) luego del ajuste de casi 3 p.p. del PIB registrado en 2002. No obstante, se mantuvo en niveles sensiblemente menores, no sólo con respecto al máximo de 1999 (25,1% del PIB), sino también con relación al promedio del período 1993-2000 (23,4% del PIB).

De esta forma, el superávit consolidado se ubicó en 3,2% del PIB y determinó un resultado sin precedentes (ver Gráfico VI.7).

Las perspectivas fiscales para este año continúan siendo positivas. Aunque se esperan aumentos del gasto primario consolidado, un nuevo crecimiento de los ingresos, principalmente de los recursos impositivos tanto a nivel nacional como provincial, permiten prever que el superávit primario consolidado supere ampliamente 4% del PIB. Incluso, si no se produce una aceleración importante del gasto primario o reducciones significativas en los impuestos, no descartamos que el resultado primario alcance 5% del PIB.



VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

VII.1 Síntesis

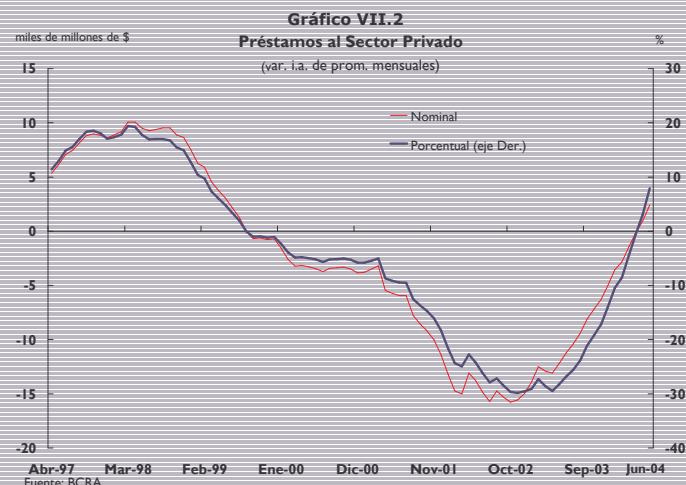
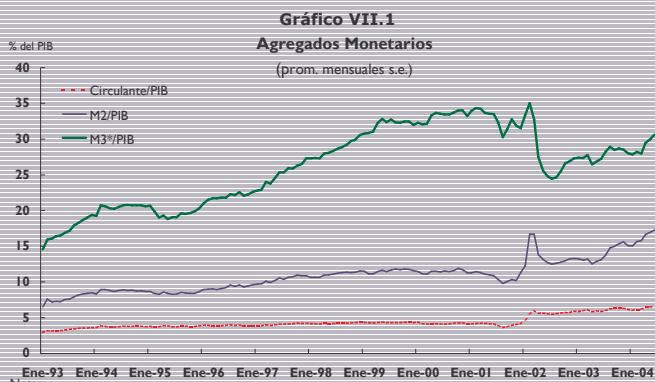
Durante el segundo trimestre de 2004, la política monetaria continuó centrada en mantener la estabilidad de la inflación subyacente sin afectar el crecimiento de la actividad económica. La evolución de los precios, el crédito y los distintos agregados monetarios se encuentra en línea con el Programa Monetario, que lleva cuatro trimestres consecutivos de cumplimiento.

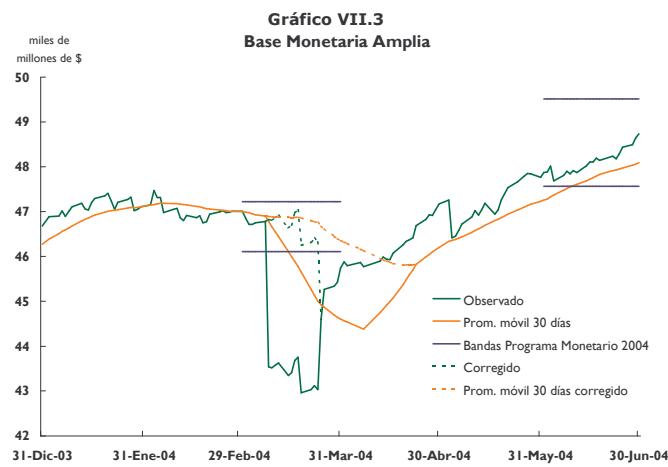
El segundo semestre de 2004 será un período de transición, en el cual se continuará profundizando el mercado de pases, con el objetivo de migrar de una meta cuantitativa intermedia de agregados monetarios a otra de fijación de una tasa de referencia de corto plazo. Esto no constituye un cambio de objetivo sino de instrumento de política monetaria, buscando maximizar la eficiencia en la ejecución de la misma, lo que redundará en mayor crecimiento con estabilidad de precios.

En el segundo trimestre, tanto los medios de pago (M2), como los agregados monetarios más amplios (M3), mantuvieron el sostenido crecimiento que venían registrando en los últimos meses, aumentando 46% interanual (i.a.) y 19% i.a., respectivamente. Sin embargo, su composición estuvo signada por las distorsiones ocasionadas por la fuerte concentración de vencimientos impositivos que generó una reasignación de depósitos hacia aquellos más líquidos y a favor del sector público, redistribuyendo la liquidez y elevando transitoriamente las tasas de interés durante el mes de mayo.

El crédito al sector privado afianzó su ritmo de crecimiento durante el segundo trimestre del año, arrojando una suba de \$2.100 millones (7,8%) respecto a fines del trimestre anterior, lo que implica una tasa anual de crecimiento del 35%. Se debe considerar que, tal como se señaló en el Programa Monetario, la paulatina recuperación del crédito llevará a un incipiente incremento del multiplicador monetario lo cual implicará una participación cada vez menor de la BMA en la remonetización de la economía.

La redistribución de liquidez ocasionada por la concentración de los vencimientos tributarios del trimestre tuvo un impacto visible en todas las tasas de interés. Tanto la tasa de interés del mercado interbancario, como la de los depósitos a plazo y la de las financiaciones de más corto plazo (en especial adelantos) registraron alzas momentáneas a mediados del trimestre, para luego descender. El BCRA amortiguó ese descenso a través de su intervención en el mercado de pases, tomando fondos al 2,5%, efectivamente fijando un piso que ya se ha trasladado a las operaciones de corto plazo del sistema. Las tasas de interés de los títulos del BCRA (de mediano y largo plazo), en cambio, continuaron reduciéndose, en especial la de aquellos ajustables por inflación.





Fuente: BCRA

VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

Durante el segundo trimestre del año, la Base Monetaria Amplia (BMA) registró un comportamiento consistente con la evolución de los precios de la economía y continuó ubicándose dentro de las bandas previstas en el Programa Monetario 2004, alcanzando el cuarto trimestre consecutivo de cumplimiento.

La BMA tuvo una variación trimestral de \$1.720 millones (4%), alcanzando en junio un nivel promedio de \$48.094 millones (ver Gráfico VII.3), reflejando de esta manera el comportamiento estacional de la demanda de saldos reales durante ese mes. El cambio interanual (i.a.) de la BMA fue de 14%, lo que representa una desaceleración de su crecimiento respecto del 22% i.a. observado a fines del primer trimestre (ver Gráfico VII.4). Pero tal como se señaló en el Programa Monetario, debe considerarse que la paulatina recuperación del crédito llevará a un incipiente incremento del multiplicador monetario lo que implicará una participación cada vez menor de la BMA en la creación de dinero.

Cuadro VII.1
Variación Trimestral de la Base Monetaria Amplia

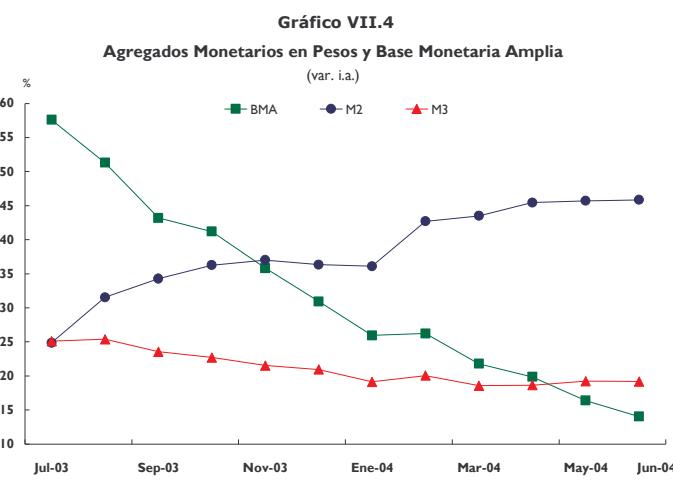
millones de pesos	II-Trim-03	III-Trim-03	IV-Trim-03	I-Trim-04	II-Trim-04
Base Monetaria Amplia	4.093	538	3.561	102	1.720
<u>Factores de Explicación:</u>					
Sector Financiero	-606	-412	-200	-301	-1.034
Gobierno Nacional Neto	-9	-389	723	-1.513	-2.798
Títulos BCRA	-745	-1.959	-1.205	-1.938	-1.332
Efecto Mon. Rescate de Cuasimonedas	-68	-76	-75	0	0
Sector Externo Privado	5.093	3.323	4.299	3.706	6.902
Otros	429	52	19	149	-18

Fuente: BCRA

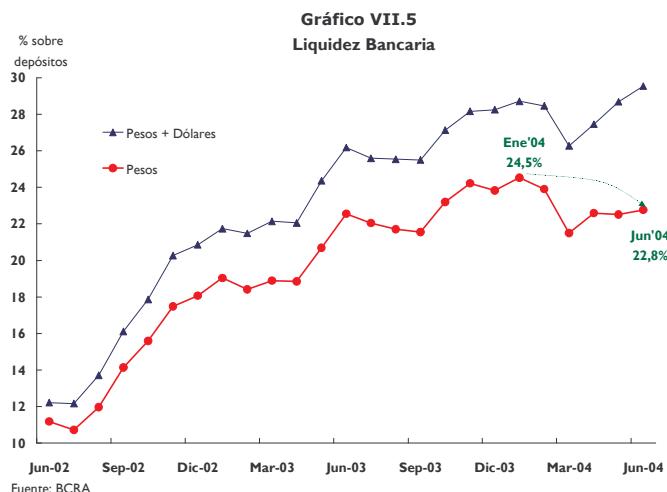
El sector público resultó el principal factor de contracción monetaria, con un efecto total de \$2.798 millones. Esto se debió a los pagos realizados a organismos internacionales y de la segunda cuota de amortización del BODEN 05, todos ellos con fondos depositados en las entidades financieras locales. Por su parte, continuó profundizándose el mercado de títulos del BCRA, como se refleja en las colocaciones en el mercado primario. Estas operaciones implicaron una disminución de la BMA de \$1.332 millones y llevaron el stock total de títulos del BCRA en circulación a valor nominal (VN) \$13.751 millones a fines de junio. Precisamente, la participación del BCRA en el mercado de pases, que se sumó al cobro que se venía realizando de las cuotas correspondientes al esquema de cancelación de redescuentos en vigencia (“matching”), llevó a que la contracción originada en operaciones del sector financiero, \$1.034 millones, resultara mayor a la que se venía observando en el año. De esta forma, la demanda de liquidez continuó siendo satisfecha a través de las compras de divisas al sector privado, que en el trimestre sumaron \$6.902 millones, 36% más que el valor registrado en igual trimestre del año anterior (ver Cuadro VII.1).

Considerando los componentes de la BMA, las reservas bancarias aumentaron \$430 millones (2%), en tanto que el circulante en poder del público se incrementó \$1.290 millones en el trimestre (5%), en línea con lo pautado en el Programa Monetario.

El comportamiento del resto de los agregados monetarios y las tasas de interés de corto plazo estuvo influido por las distorsiones ocasionadas por la fuerte concentración de vencimientos impositivos. En especial, a mediados del período se produjo el vencimiento del impuesto a las Ganancias, que implicó en primera instancia, un aumento de la preferencia por liquidez, habiéndose volcado parte de los depósitos a plazo hacia colocaciones a la vista y simultáneamente, la repatriación de inversiones del exterior. En una segunda etapa tuvo lugar una redistribución de los depósitos y de la liquidez, a favor de las entidades públicas y en detrimento de los bancos privados lo que originó incrementos transitorios de las tasas de interés de corto plazo, ya que las primeras no volcaron su excedente de liquidez al mercado de dinero.



Fuente: BCRA



La liquidez bancaria en pesos, si bien en el segundo trimestre de 2004 continuó en niveles elevados, muestra desde principios de año una tendencia decreciente. El ratio de liquidez en pesos (definido como la sumatoria de reservas bancarias y pases pasivos para el BCRA sobre depósitos) se ubicó en 22,8% en junio, 1,8 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del nivel observado en enero de 2004 (ver Gráfico VII.5). Este comportamiento de la liquidez bancaria se explica por el creciente dinamismo que viene teniendo el mercado de crédito, en particular en el segundo trimestre. El excedente que mantienen las entidades financieras en su posición de efectivo mínimo en pesos, que era de unos \$7.000 millones (8,2 p.p. de sus depósitos) en enero, se redujo a aproximadamente \$6.000 millones (6,5 p.p. de sus depósitos) en junio (ver Gráfico VII.6).

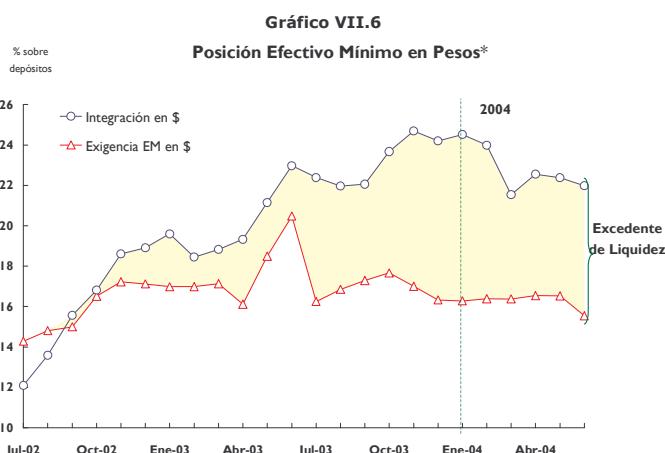
Asimismo, debe señalarse que el BCRA modificó las pautas para la remuneración de los encajes y sólo serán contemplados los montos correspondientes a las exigencias legales, dejándose de lado las reservas en exceso a dicha exigencia. Esta medida representa un incremento del costo para las entidades financieras de mantener excedentes de liquidez abultados. Por tal razón, es de esperar una gradual caída en los niveles de reservas excedentes, ayudando de esta manera a mantener un creciente dinamismo en el mercado de crédito y de pases, redundando en una política monetaria más eficiente (ver Apartado 3).

Para el total del sistema bancario, la liquidez existente (incluyendo dólares a tipo de cambio libre) alcanzó en junio los \$30.200 millones de pesos (29,5% de los depósitos totales) y el excedente respecto a lo exigido por el BCRA como efectivo mínimo fue de \$11.000 millones (10,8 p.p.).

En mayo, el BCRA modificó su política de efectivo mínimo estableciendo, con vigencia a partir de junio, una disminución de 2 p.p. en las exigencias para colocaciones a la vista en pesos (18%), manteniendo en 20% las correspondientes a depósitos a la vista en moneda extranjera. Además estableció que a partir de agosto de 2004 aumentarán las exigencias de los depósitos en moneda extranjera y de los depósitos de los Fondos Comunes de Inversión (FCI)⁷.

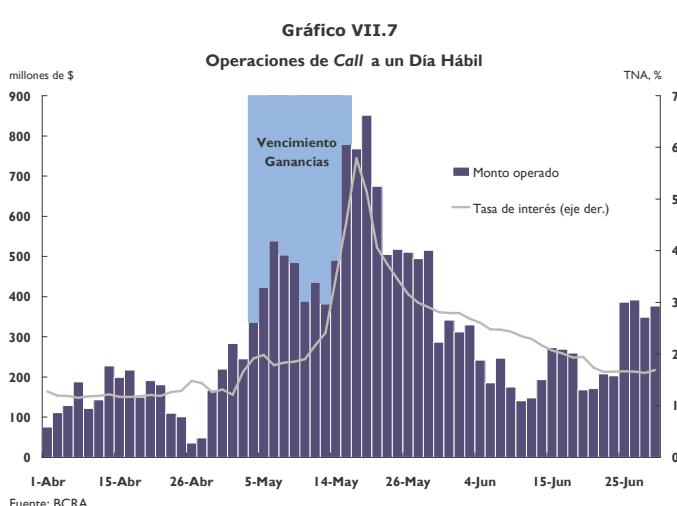
Con relación al comportamiento de las tasas de interés, éste se vio alterado por la redistribución de liquidez que implicaron las erogaciones tributarias. Si bien éstas no afectaron la liquidez total del sistema, provocaron una redistribución interna que se manifestó principalmente en el mercado interfinanciero y en las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo mayoristas, y, en menor medida, perturbó algunas tasas activas.

Las tasas de interés en el mercado interbancario (*call*), que en el trimestre anterior se ubicaban en 1,2%, se incrementaron hasta alcanzar un pico de 5,8%, para luego descender y finalizar el período en 1,7% (ver Gráfico VII.7). Así, presentaron en junio un promedio de 2,1%. Los montos operados también sufrieron fuertes incrementos, pasando de un promedio operado de \$130 millones en el trimestre pasado a \$340 millones en el segundo trimestre, con días donde las operaciones casi alcanzaron los \$900 millones, hecho que no ocurría desde abril de 2002. De este modo, si bien hacia fines del trimestre el desequilibrio generado por la concentración de



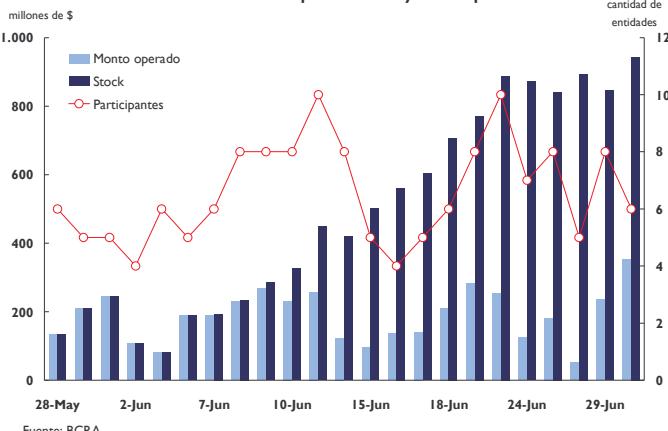
Datos de la posición de efectivo mínimo observados hasta el mes de mayo de 2004. Las cifras de junio son estimadas.

Fuente: BCRA.



⁷ Para un detalle de las modificaciones ver la Com. A 4147.

Gráfico VII.8
Pases Concertados por el BCRA y Contrapartes



Fuente: BCRA

impuestos se encuentra superado, se observa un mercado de *call* algo más activo que el de principios de año.

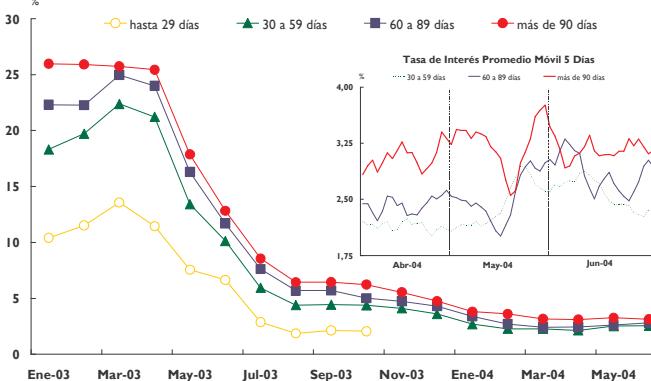
En cuanto a las tasas de interés en el mercado de pases con LEBAC, hasta la primera mitad de junio, las operaciones con el BCRA fueron concretadas por 1 día y la tasa de interés implícita fue disminuyendo gradualmente, evidenciando una reducción de 0,5 p.p. entre fines de mayo y el 10 de junio. Las tasas de interés del mercado interbancario, donde el plazo más transado fue también 1 día, mostraron un comportamiento similar, habiendo disminuido en el mismo período 0,6 p.p.. A partir de entonces, las transacciones de pases realizadas fueron pactadas a 7 días, manteniéndose la tasa de interés en 2,5% hasta el final del trimestre. El volumen negociado promedio registró un marcado incremento a partir de la incursión del BCRA en la rueda REPO (ver Gráfico VII.8), en tanto que el stock de pases pasivos del BCRA a fines de junio ascendía a \$944 millones (ver Apartado 3).

Las tasas de interés pasivas comenzaron el trimestre en niveles inferiores a los de fines del trimestre anterior, continuando con la tendencia decreciente que venían registrando. Sin embargo, a mediados de mayo se produjo una fuerte suba, vinculada a la redistribución de recursos originada por el pago del impuesto a las Ganancias, que se mantuvo hasta mediados de junio y luego se revirtió. No obstante, el piso registrado en el mercado de pases a raíz de las intervenciones del BCRA se trasladó a las tasas pasivas que por lo tanto no volvieron a los valores de abril, sino que se estabilizaron en niveles superiores, lo que resultó en un aumento neto de la tasa de interés promedio de 0,25 p.p. en el trimestre (ver Gráfico VII.9).

Las alzas más significativas ocurrieron en el segmento mayorista, mientras que las tasas de interés minoristas se mantuvieron relativamente estables. En ambos casos se observó una segmentación de las tasas de interés por tipo de banco. En el tramo de colocaciones superiores a \$1 millón, que es al cual recurren las entidades para obtener fondeo en forma rápida, los bancos privados, que fueron los que vieron reducidos sus depósitos con motivo del pago al fisco, ofrecieron tasas de interés sensiblemente mayores a las que venían negociando. Por su parte, las entidades públicas, que contaron con una importante afluencia de fondos, mantuvieron relativamente estables sus tasas de interés. En el tramo de depósitos menores a \$100.000, que se caracteriza por su composición atomizada, los bancos privados también incrementaron sus tasas de interés, aunque en menor medida, en tanto los bancos públicos presentaron niveles más bajos a los que venían ofreciendo (ver Gráfico VII.10).

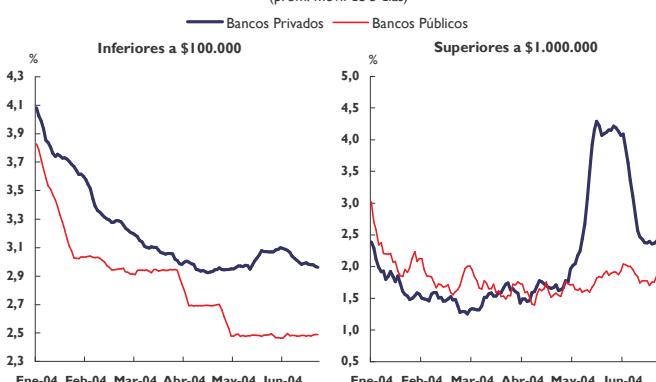
Como consecuencia de esta segmentación, se produjo un cambio en la estructura de tasas de interés por tipo de depositante. Durante el trimestre, las tasas de interés recibidas por las instituciones prestadoras de servicios financieros (que realizan sus depósitos fundamentalmente en bancos privados) superaron a las percibidas por las personas físicas y el resto de las personas jurídicas, revirtiendo la tendencia de los últimos meses.

Gráfico VII.9

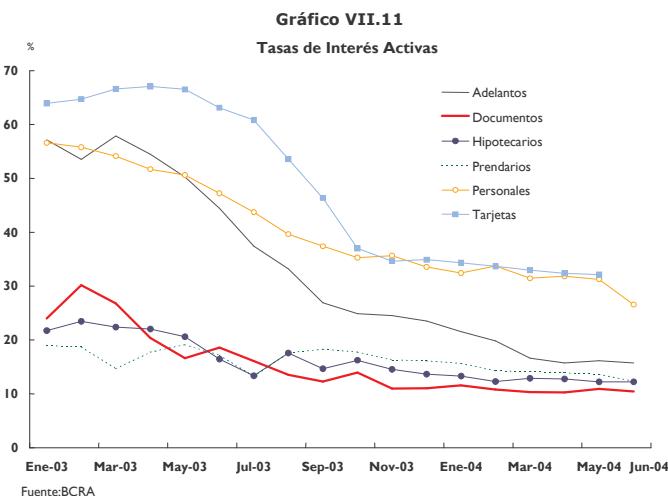
Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos
(prom. mensual por monto operado)

Fuente: BCRA

Gráfico VII.10

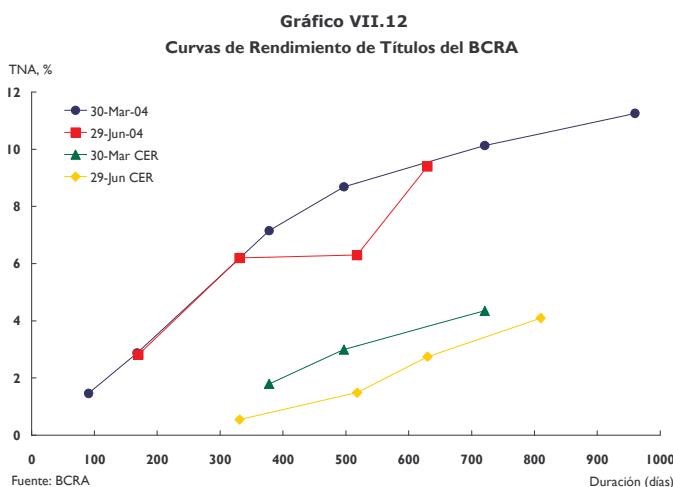
Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos de 30-44 días
(prom. móvil de 5 días)

Fuente: BCRA



También continuó la tendencia decreciente de las tasas de interés activas⁸; no obstante, las líneas de más corto plazo (adelantos y documentos) sufrieron alzas transitorias debido a las mayores necesidades de caja de las empresas a causa de la gran concentración de erogaciones tributarias. En el caso de los adelantos, las tasas de interés, que en abril habían descendido 1 p.p., se incrementaron en mayo 0,4 p.p. para luego descender y finalizar 0,9 p.p. por debajo del nivel de marzo. Algo similar ocurrió en el caso de los documentos, donde las tasas de interés, que se habían reducido en abril 0,1 p.p., en mayo se incrementaron 0,6 p.p. para luego descender y quedar en junio 0,1 p.p. más elevadas que las de fines del primer trimestre. El resto mantuvo su tendencia decreciente, sin evidenciar subas transitorias, finalizando el trimestre entre 0,6 p.p. y 4,9 p.p. por debajo del trimestre anterior (ver Gráfico VII.11).

Gracias a la caída de las tasas activas, en el último trimestre se observó una nueva, aunque moderada, baja en los *spreads* entre las tasas de interés activas y pasivas. Se espera que en los próximos meses, a medida que continúe progresando el proceso de normalización de la intermediación financiera, los mismos continúen reduciéndose.



Por último, se verificó una caída en las tasas de interés de los títulos ajustables por CER del BCRA. Si se compararan los rendimientos resultantes de la última licitación de junio respecto a los correspondientes a fines del trimestre anterior, se observan disminuciones de 1 p.p. para las LEBAC de 12 y 24 meses y de 1,6 p.p. para las emitidas a 18 meses. Con respecto a las LEBAC en pesos, las tasas de interés se mantuvieron en los mismos niveles en casi toda la curva de rendimientos, excepto para los títulos de 18 meses, para los cuales se registró una reducción de 2,5 p.p. (ver Gráfico VII.12). La tasa de interés de corte en la última colocación primaria de NOBAC fue de 4,1%, 1,1 p.p. inferior a la resultante de la última adjudicación del trimestre anterior.

⁸ La información sobre tasas activas surge del requerimiento informativo mensual SISCEN 08, y del requerimiento diario SISCEN 18 con datos de préstamos otorgados al sector privado en Capital Federal y Gran Buenos Aires. Todos los datos son provisорios y están sujetos a revisión.

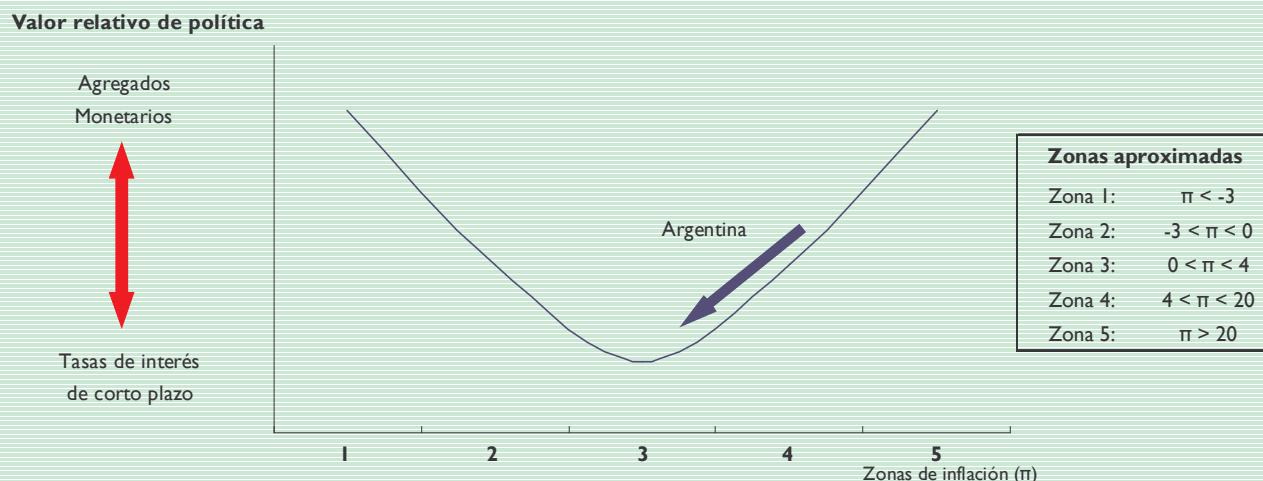
Apartado 3. Mercado de Pases: Reasignación de liquidez y tasa de interés de referencia

Durante el año pasado y este año, el BCRA diseñó un Programa Monetario basado en metas intermedias de base monetaria amplia (BMA) y otros agregados monetarios, metas cuantitativas que guardan una consistencia interna con las Metas de Inflación que representan el objetivo final de política monetaria. En otras palabras, a través del control de la oferta monetaria, y teniendo en cuenta los canales de transmisión de la política monetaria tanto a precios como al nivel de actividad, se logró muy satisfactoriamente mantener la tasa de inflación dentro de los objetivos pautados. No obstante, continuando con el proceso de generación de una tasa de referencia que comenzó con la profundización del mercado de LEBAC, el BCRA ha comenzado a intervenir activamente en el mercado de pases con el objeto de agilizar un mercado de crédito interbancario que muestra fuertes signos de segmentación. De esta manera, se prepara el terreno para la fijación de una tasa de interés de referencia de corto plazo a través de la cual se envíen las señales adecuadas mediante la confección de un corredor de tasas (piso y techo alrededor de la tasa de referencia) que permita reducir la volatilidad de la tasa de interés y regular eficientemente la liquidez en el mercado monetario. Consecuentemente, sin alterar su objetivo final de estabilidad de precios, el BCRA está migrando de esta manera de una meta intermedia *cuantitativa* (basada en agregados monetarios) a otra meta intermedia basada en la fijación de una *tasa de interés de referencia*.

Las operaciones de pase⁹ se ejecutan a través de la rueda REPO del Mercado Abierto Electrónico (MAE). Las operaciones son en pesos, tienen un plazo de hasta 30 días, y se pactan con LEBAC no indexadas como activo subyacente de la misma, con un aforo (cantidad del activo subyacente que se entrega en exceso de los pesos que se reciben) de 10%. De esta manera, con el objetivo de regular la liquidez en el mercado monetario, el BCRA realiza tanto pases pasivos como pases activos. En el primer caso el BCRA recibe pesos y entrega LEBAC por la operación de contado, es decir que esta operación implica una reducción de la base monetaria (implicando naturalmente una expansión de la base monetaria al vencimiento de la operación), representando un cambio de un pasivo monetario de corto plazo por otro. En el segundo caso, el BCRA entrega pesos a cambio de LEBAC, aumentando de esta manera la base monetaria en la operación de contado.

Dado que en política monetaria se puede utilizar la cantidad de dinero o la tasa de interés como instrumentos o metas intermedias para la regulación de la liquidez en el mercado monetario, la pregunta relevante es entonces, dado un objetivo de estabilidad de precios, en qué casos conviene utilizar uno u otro instrumento (ver Gráfico N° 1).

Gráfico N° 1: Política Monetaria, Inflación y Deflación: El Enfoque por Zonas



Para utilizar los agregados monetarios como instrumento se requiere que la velocidad de circulación del dinero sea relativamente estable. En cambio, cuando se controla la tasa de interés, lo que se pretende es influir sobre la tasa de interés real

⁹ Una operación de pase se compone de una operación de venta (compra) contado de títulos a cambio de pesos junto con una operación de recompra (venta) a futuro de estos títulos a cambio de pesos (cuya fecha de liquidación es la fecha de expiración de la operación de pase). La diferencia entre el precio de venta y el precio de recompra representa la tasa de interés de la operación. Desde el punto de vista del agente que vende los títulos contado y los recompra a futuro la operación representa un pase pasivo (quien entrega los títulos esta pidiendo fondos prestados y los títulos entregados actúan como garantía del préstamo). Esta misma operación representa un pase activo desde el punto de vista del colocador de fondos (quien recibe los títulos en la operación de contado y se compromete a revenderlos futuro).

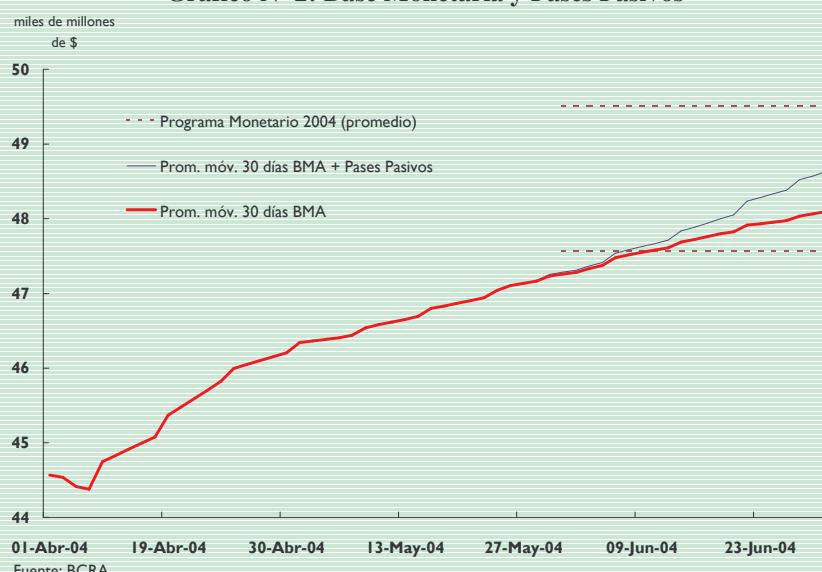


de la economía. De esta manera, si existe mucha incertidumbre acerca de la evolución de la velocidad de circulación, es conveniente utilizar la tasa de interés como instrumento.

En economías con alta o moderada inflación, o que crecen muy rápido, la tasa de interés real es muy volátil. A medida que la tasa de inflación se reduce, la tasa de interés se vuelve un instrumento relativamente más atractivo. Asimismo, como es el caso de Japón, cuando la tasa de inflación se vuelve negativa (deflación), la tasa de interés pierde efectividad y por lo tanto son los agregados monetarios los que aparecen como un instrumento más atractivo. El Gráfico N°1 ilustra la conveniencia relativa de uno u otro instrumento en función de los niveles de inflación reinante en la economía en cuestión. Argentina está migrando de la zona 4 hacia la zona 3, ya que se observa en los últimos trimestres una mayor estabilidad relativa de la tasa de interés real (de la mano de una inflación más estable y predecible) en relación a la velocidad de circulación, cuya volatilidad se espera continúe con la recuperación del crédito bancario y la creación secundaria de medios de pago.

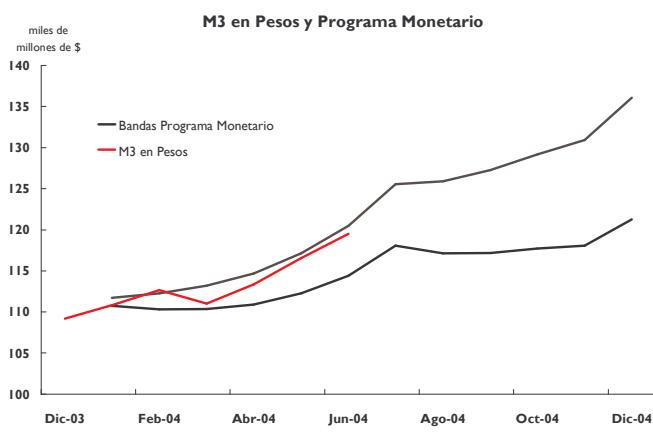
De esta manera, el segundo semestre será un período de transición en el cual el BCRA mantendrá todavía las metas intermedias cuantitativas pero continuando con una participación muy activa en el mercado de pases para, posteriormente en un futuro no muy lejano y cuando estén dadas las condiciones adecuadas, migrar hacia un esquema de tasa de interés de referencia, tal es el caso de la gran mayoría de bancos centrales que operan en un esquema de Metas de Inflación. De esta manera, la forma más adecuada de monitorear el cumplimiento del Programa Monetario será comparando los pasivos monetarios de corto plazo (esto es BMA más pases pasivos del BCRA) con las bandas pautadas en el Programa Monetario 2004.

Gráfico N° 2: Base Monetaria y Pases Pasivos



El Gráfico N° 2 ilustra la evolución de la BMA y la BMA junto con los pasos pasivos en relación a las bandas pautadas en el Programa Monetario 2004. La serie promedio que incluye los pasos pasivos evoluciona de acuerdo a lo pautado en el Programa Monetario, constituyendo la misma una buena estimación de lo que hubiera sido la evolución de la BMA de no haber iniciado el BCRA su política de intervención en la rueda REPO. La diferencia en la evolución de ambas series es la representación contable del ajuste de una vez y para siempre en la política de liquidez de las entidades financieras ante la aparición de estos nuevos instrumentos, en un mercado de dinero que se encontraba fuertemente segmentado, con algunas entidades financieras manteniendo altas posiciones de liquidez. A fines de junio, el stock de pasos pasivos del BCRA ascendía a \$944 millones y el volumen negociado diario promedio era de \$190 millones. La tasa de interés en el mercado interbancario se ha estabilizado alrededor de las tasas operadas por el BCRA para las operaciones de 7 días (2,5%), es decir más de 100 puntos básicos (p.b.) por encima del promedio observado en el primer trimestre del año. Una actualización diaria de la evolución de los principales estadísticos del mercado de pasos se puede encontrar en la página de internet del BCRA (<http://www.bcra.gov.ar/polmon/pm080100.asp>).

Gráfico VII.13



VII.3 Agregados Monetarios

Tanto los medios de pago (M2), como el agregado monetario más amplio (M3), mostraron un sostenido crecimiento a lo largo del trimestre, que se concentró principalmente en las colocaciones a la vista. Esto respondió, como se mencionó en la sección anterior, a la mayor necesidad de liquidez de las empresas para afrontar el pago del Impuesto a las Ganancias y a la posterior colocación de nuevos depósitos a la vista por parte del sector público derivados de la recaudación tributaria. Esto se sumó al sesgo hacia las colocaciones a la vista que se venía observando por la incidencia del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) sobre el rendimiento de los depósitos a plazo.

El crecimiento interanual resultante del M2 fue del 46% representando 17,3% del PIB, lo que resulta 1,5 p.p. superior al observado a fines del primer trimestre. Este aumento estuvo explicado fundamentalmente por el incremento de los depósitos a la vista. En el trimestre, estas colocaciones mostraron un crecimiento de aproximadamente \$4.900 millones (12% trimestral, 63% i.a.) y, como ya se mencionó, estuvieron constituidas fundamentalmente por depósitos del sector público. Por su parte, el circulante amplio en poder del público evidenció un crecimiento del 5% trimestral (24% i.a.), en tanto que medido como porcentaje del PIB registró una leve suba de 0,4 p.p. respecto a marzo, alcanzando a 6,6%.

En línea con lo pautado en el Programa Monetario, la variación interanual del agregado monetario en pesos más amplio, M3, fue del 19% (ver Gráfico VII.13). La divergencia entre su crecimiento y el de los medios de pago es reflejo del sesgo mencionado en la composición de los depósitos hacia las colocaciones más líquidas. Por otra parte, el nivel registrado en junio por este agregado era equivalente a 28% del PIB, 2 p.p. mayor al de tres meses atrás.

Depósitos a plazo

Las imposiciones a plazo fijo crecieron \$1.250 millones durante el trimestre, lo que significó un aumento de 4% trimestral. Esta suba fue compensada por la disminución de \$750 millones del stock de CEDRO con CER. Con lo cual, el aumento neto de los depósitos a plazo alcanzó los \$500 millones (1%) en el trimestre, revirtiendo la tendencia decreciente que venían registrando desde mediados del año pasado y ubicándose al finalizar el trimestre en niveles similares a los de febrero de 2004.

Las nuevas colocaciones fueron impulsadas por el sector público que, con motivo de la recaudación impositiva, recibió una importante afluencia de fondos durante el trimestre. La mayor parte de estas imposiciones se concretó en el segmento mayorista, que aumentó alrededor de \$1.500 millones, lo que equivale a un crecimiento trimestral de 12%, mientras que los depósitos minoristas continuaron disminuyendo, aunque a un ritmo menor, bajando \$250 millones (ver Gráfico VII.14).

En términos de plazo contractual, las subas tampoco fueron homogéneas. La mayor parte de los nuevos depósitos se constituyeron a más de 90 días, generando un incremento de 20% del stock de colocaciones en este tramo (\$1.440 millones) durante el trimestre (ver Gráfico VII.15). En tanto, las imposiciones entre 30 y 59 días registraron una suba de 1% (\$110 millones) y las

Gráfico VII.14

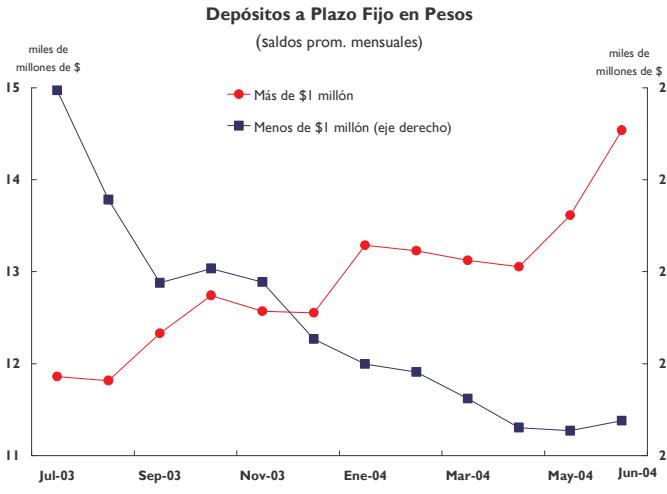
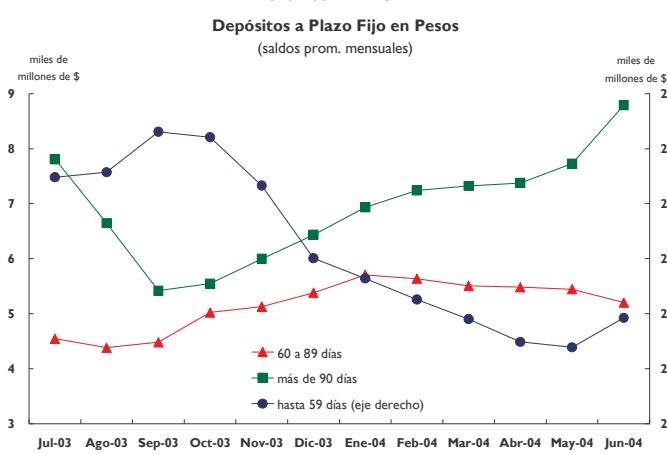
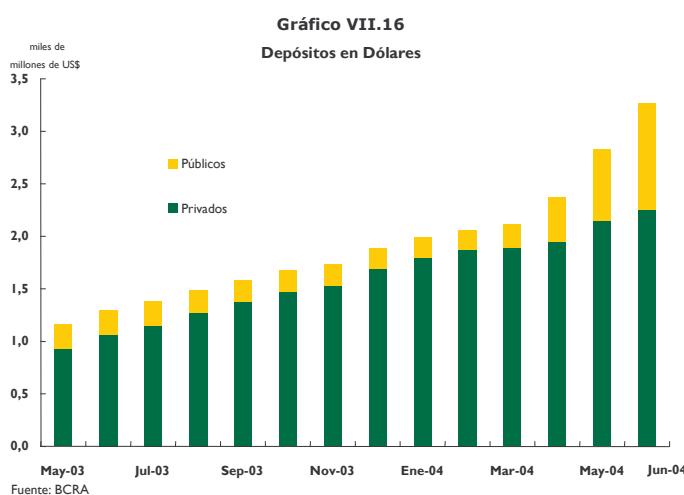


Gráfico VII.15





colocaciones entre 60 y 89 días disminuyeron 6% (\$300 millones). Esto ratifica la preferencia por depósitos de plazos más largos que se viene registrando desde principios de año. Este desplazamiento paulatino de las colocaciones de plazos cortos hacia colocaciones a plazos más largos, puede atribuirse en parte al mayor grado de confianza de los depositantes en el sistema financiero y a la búsqueda de rendimientos más atractivos. Es esperable que se mantenga esta tendencia, lo que generaría mayores niveles de fondeo de largo plazo para las entidades financieras, que estas podrían canalizar en el mercado de préstamos.

Depósitos en dólares

Los depósitos en dólares continúan mostrando un crecimiento sostenido que se vio especialmente acentuado en el segundo trimestre del año por una mayor participación del sector público y por la constitución, en mayo, de depósitos del sector privado vinculados al cobro de la segunda cuota de amortización del BODEN 05. La suba en el trimestre superó los US\$1.100 millones y fue muy superior al incremento de entre US\$250 y US\$300 millones que, en promedio, se venía registrando en trimestres anteriores. Las colocaciones a la vista (especialmente depósitos en caja de ahorro del sector público) impulsaron ese aumento con una suba trimestral de US\$840 millones, en tanto los depósitos a plazo aumentaron US\$300 millones (ver Gráfico VII.16).

El segmento de depósitos en dólares continúa, de esta manera, en una senda de sostenido crecimiento, con un stock promedio que, a junio, totalizó US\$3.263 millones, acumulando un incremento de 73% en lo que va de 2004.

Crédito al Sector Privado

Durante el segundo trimestre del año el crédito al sector privado afianzó su ritmo de crecimiento, mostrando un aumento de \$2.100 millones (7,8%) respecto a fines del trimestre anterior, incremento equiparable al promedio trimestral observado en los años 1997-98. No obstante, en relación al PIB continúa actualmente en niveles muy bajos (7,8%), lo que señala que aún queda mucho margen para que sigan creciendo. Cabe destacar que la paulatina recuperación del crédito llevará a un incipiente incremento del multiplicador monetario lo cual implicará un menor protagonismo de la BMA en la creación de dinero (ver Apartado 4).

VII.4 Mercado de Cambios

El volumen negociado en el mercado de cambios registró un crecimiento de 15% con respecto al trimestre anterior, habiendo correspondido el mayor incremento a las operaciones concertadas en SIOPEL. La intervención del BCRA continuó realizándose de manera estable, tal como lo refleja la notable disminución en la volatilidad de las compras de divisas al sector privado (ver Gráfico VII.17). Por otra parte, el aumento de los depósitos en dólares trajo aparejada la suba de los depósitos en cuentas corrientes de las entidades financieras en el BCRA, implicando como contrapartida un crecimiento de las reservas internacionales. Como se mencionó, el sector público realizó pagos netos a organismos internacionales en el transcurso del trimestre, por lo que sus operaciones involucraron egresos netos de divisas. De esta forma, el saldo de reservas internacionales se ubicó a fines de junio en US\$17.443

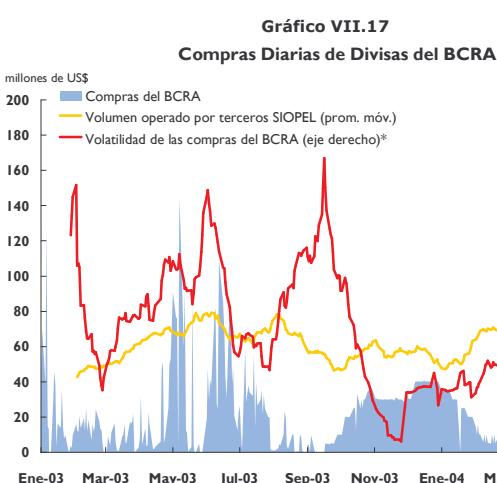
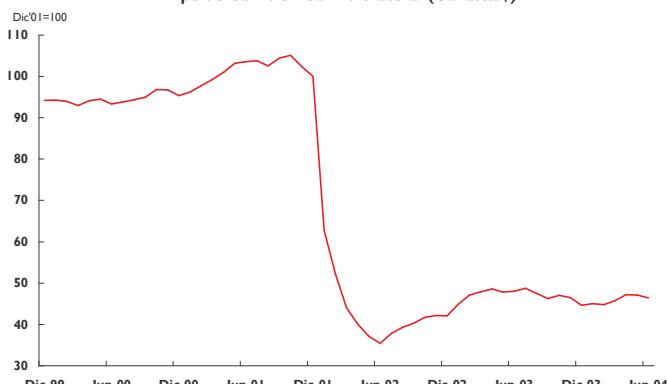


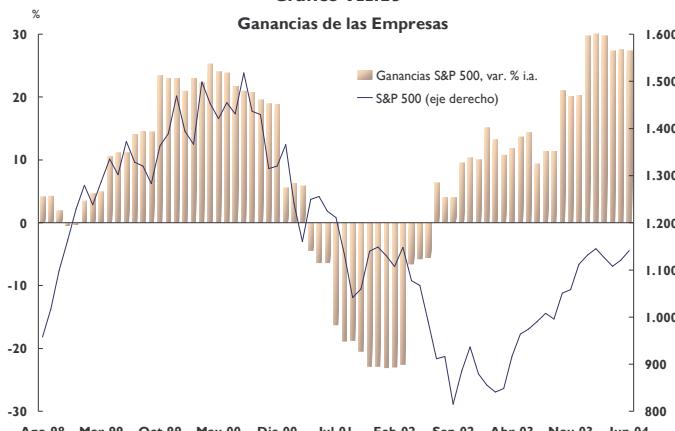
Gráfico VII.18
Tipo de Cambio Real Multilateral (Canasta/\$)*



*Aumento (descenso) implica apreciación (depreciación) del peso.

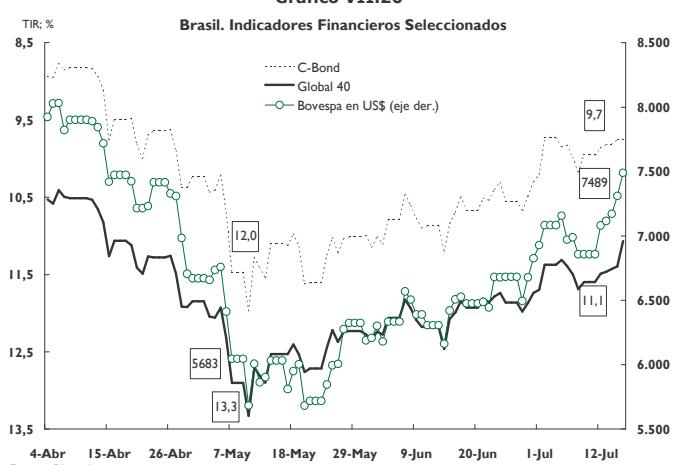
Fuente: BCRA

Gráfico VII.19
Ganancias de las Empresas



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Gráfico VII.20
Brasil. Indicadores Financieros Seleccionados



Fuente: Bloomberg

millones, totalizando un incremento trimestral de US\$2.440 millones.

De acuerdo al tipo de cambio real multilateral, el peso se apreció durante el trimestre 1,6% respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales, mientras que acumula una ganancia de competitividad (depreciación real) del 3,4% en los últimos 12 meses y del 54% desde que se instaurara el régimen de flotación cambiaria (ver Gráfico VII.18).

El desarrollo de un mercado profundo de futuros de cambios es una condición necesaria para el normal funcionamiento del régimen de flotación, ya que provee cobertura para los distintos agentes económicos que están expuestos a la fluctuación del peso. Por ello, a fines de mayo se creó un ámbito de negociación denominado Operaciones Compensadas a Término (OCT) del Mercado Abierto Electrónico (MAE) para la concertación de operaciones financieras a término sin entrega del activo subyacente al momento de su liquidación. Inicialmente, las operaciones tendrán como objeto la compra y venta de dólares estadounidenses, aunque está previsto que puedan negociarse otros activos como euros, reales o tasas de interés. En este mercado podrán concertar operaciones todos los agentes del MAE y el BCRA, mediante *trading* por pantalla entre agentes o con Función Giro. Esta última posibilidad fue introducida por la Comunicación A 4146 del BCRA, con el objetivo de permitir el cierre de operaciones que muestren idénticos términos (plazo, especie, monto y precios) y se mantengan abiertas en pantalla sin concretarse por falta de margen operativo entre las entidades participantes. De esta forma, cuando las contrapartes lo decidan, el BCRA podrá comprar a la entidad vendedora y simultáneamente realizar una operación de venta con iguales condiciones a la entidad compradora.

VII.5 Otros Activos

Las expectativas de aumento en la tasa de interés de los *Fed Funds*, generadas con gran anticipación, permitieron a los mercados internacionales ajustar paulatinamente los precios de los principales activos financieros a lo largo del trimestre.

Asimismo, la solidez de las ganancias de las empresas compensó el efecto de tasas de interés más altas, no sólo por el soporte que brindaron a la cotización de las acciones sino también porque el fortalecimiento de la posición patrimonial de las empresas mejoró su calidad crediticia, sosteniendo, e incluso impulsando, los precios de sus títulos de deuda (ver Gráfico VII.19).

El balance entre estos efectos contrapuestos permitió a los fondos de cobertura desarmar posiciones altamente apalancadas, caracterizadas por una combinación de financiamiento de corto plazo a bajísimo costo e inversión en activos de mayor riesgo, de un modo ordenado.

Aunque dichas inversiones se orientaban por igual tanto a bonos de largo plazo del tesoro norteamericano, bonos de empresas, materias básicas, monedas y algunos mercados accionarios en Asia, los mercados emergentes fueron quienes acusaron el mayor impacto de esta reversión en la tendencia evidenciada hasta marzo de 2004.



En este contexto, caracterizado por el incremento en los tipos de interés y las perspectivas de aumentos adicionales en las tasas de referencia en los países centrales, la fortaleza exhibida por los factores fundamentales de los países emergentes logró compensar en gran parte el efecto sobre los diferenciales de rendimiento. La incorporación a la Unión Europea de varios países de Europa del este y la robustez de las economías del bloque asiático (excluyendo Japón) determinó que, continuando la tendencia exhibida en 2003, las mejoras en las calificaciones de riesgo crediticio superaran las rebajas. En el mismo sentido, en América Latina se revirtió la tendencia de 2003, cuando el número de países que experimentaron un deterioro de su calidad crediticia superó los incrementos.

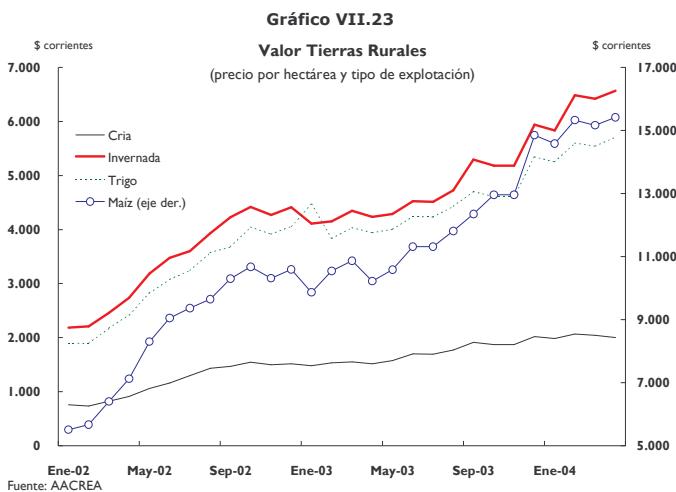
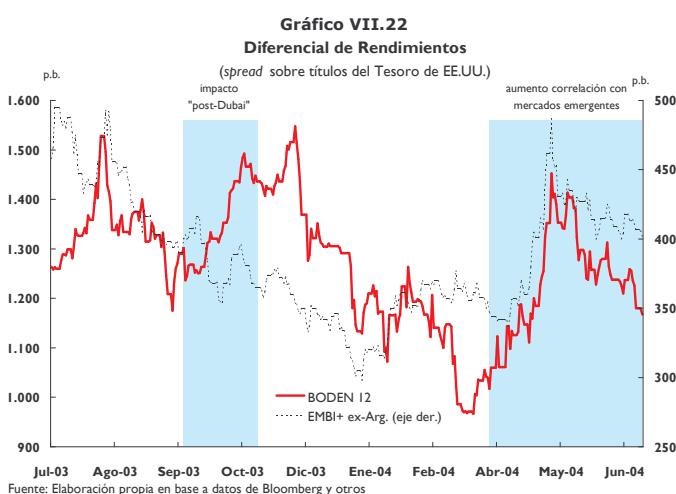
El caso de Brasil ilustra como se recuperaron los precios de bonos y acciones, luego de que los inversores rebalancearan sus carteras reduciendo su exposición a “riesgo emergente” desarmando posiciones en los bonos más líquidos de dicho país (ver Gráfico VII.20).

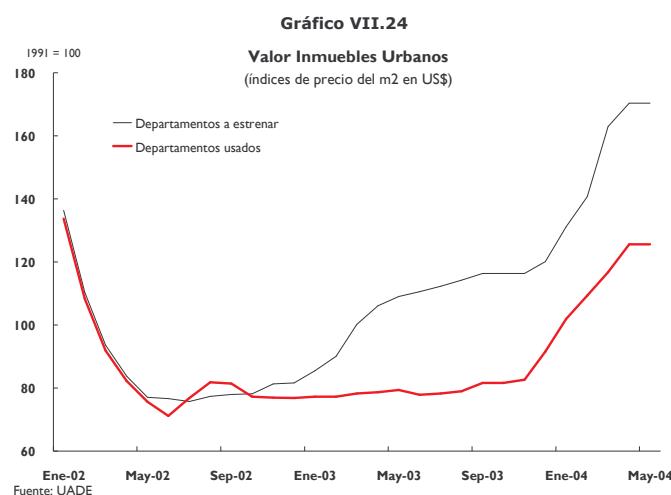
En el ámbito local, el índice Merval sufrió una abrupta corrección entre los meses de abril y mayo, al tiempo que los emergentes, y Brasil en particular, acusaron el impacto del mencionado ajuste en las expectativas de aumento de tasas de interés. Asimismo, y en concordancia con el destacado desempeño de los activos con riesgo emergente durante el mes de junio, el índice registró una notable recuperación del orden de 16%. De este modo, las acciones alcanzaron el nivel de precios de noviembre de 2003, y más allá de lo que pueda acontecer a nivel global con los activos de riesgo emergente, las expectativas de una mejora generalizada en la actividad económica local podría estar aportando un significativo soporte a la cotización de las acciones (ver Gráfico VII.21).

Los precios de los títulos de deuda del Gobierno argentino que se encuentran en *default* continuaron negociándose en el rango de US\$26 a US\$33 por cada US\$100 de valor nominal. La evolución de sus cotizaciones no parece guardar relación alguna con las tendencias globales imperantes en términos de tasas de interés, apetito por el riesgo, spreads o liquidez y continúan respondiendo mayormente a las especulaciones en torno a la próxima reestructuración de la deuda (ver Sección VI).

Los títulos emitidos por el Gobierno Nacional a partir del año 2002, cuyos servicios están siendo atendidos regularmente, exhiben desde mediados de abril importantes mejoras en sus cotizaciones. En efecto, el rendimiento diferencial entre el BODEN 12 y títulos comparables emitidos por el tesoro de EE.UU. se redujo 290 puntos básicos (p.b.) desde el máximo de 1453 p.b. alcanzado a mediados de mayo. Más importante aún, la correlación entre el spread del BODEN 12 y del EMBI+ (ajustado por Argentina) habría aumentado notoriamente desde comienzos del trimestre (ver Gráfico VII.22).

Por su parte, el valor de las tierras rurales continúa subiendo, siguiendo la evolución de los precios de las materias básicas agropecuarias y agroindustriales, cuyos precios en dólares se ubican en valores máximos históricos. Adicionalmente, la serie denominada en pesos corrientes incorpora el efecto de la evolución del tipo de cambio nominal desde enero de 2002 (ver Gráfico VII.23).





Aunque por motivos esencialmente diferentes, los inmuebles de uso residencial también han experimentado una sensible suba. En este caso, factores como las alternativas disponibles para salir del “corralito” y “corralón”, el costo de la construcción, las tasas de interés, la disponibilidad de financiamiento hipotecario y la evolución general de los niveles de actividad, precios y salarios se combinan para determinar la demanda por inmuebles de uso residencial en zonas urbanas (ver Gráfico VII.24).

Por otro lado, los fondos comunes de inversión en pesos, que habían comenzado el trimestre en el nivel más alto de los últimos años (\$6.770 millones), presentaron una merma patrimonial de \$1.250 millones, asociada al retiro de recursos para el pago del impuesto a las Ganancias. Los fondos más afectados fueron los de plazo fijo y dinero, cuyo patrimonio disminuyó \$1.000 millones, a pesar del aumento de su rendimiento. El patrimonio de los fondos de renta variable, cuya evolución estuvo ligada a la del índice Merval, también presentó una baja trimestral que alcanzó los \$290 millones (-22%), mientras que los fondos de renta fija registraron un alza patrimonial de \$55 millones (36%). Dicha suba estuvo asociada al incremento de su rendimiento, que pasó de -0,6% a fines del trimestre anterior a 8,8% en junio, como resultado del buen desempeño de los bonos soberanos durante el trimestre. Finalmente, los fondos de renta mixta no presentaron variaciones significativas durante el trimestre.

Apartado 4. La recuperación del crédito al sector privado

Hacia mediados de 1998 el mercado de crédito había iniciado una fase contractiva, que se aceleró fuertemente durante 2001-02 y recién encontró su punto de inflexión a mediados de 2003, revirtiendo así 5 años de tendencia decreciente. A partir de entonces, gracias a la readecuación normativa implementada por el BCRA tendiente a facilitar el otorgamiento de nuevas financiaciones, y en un contexto de vigorosa recuperación de la actividad económica, de expectativas de inflación estables y de tasas de interés en franco descenso, ha llegado el turno de la recuperación del crédito.

El incremento del stock de préstamos al sector privado en pesos pasó de apenas \$200 millones en el cuarto trimestre de 2003, a \$400 millones en el primer trimestre de 2004, para finalmente crecer unos \$2.100 millones en este último trimestre. En particular, el incremento promedio del último mes (\$790 millones) constituye el mayor desde septiembre de 1998. Este importante aumento parte de niveles muy bajos, ya que el volumen de préstamos (\$29.500 millones) representa actualmente un modesto 7,8% del PIB, cifra que resulta muy pequeña en relación al 22% observado en agosto de 1998 (ver Gráfico N° 2). Todo esto indica que aún queda mucho margen para seguir creciendo.

Gráfico N° 1: Préstamos en Pesos al Sector Privado
(excluyendo hipotecarios y prendarios)

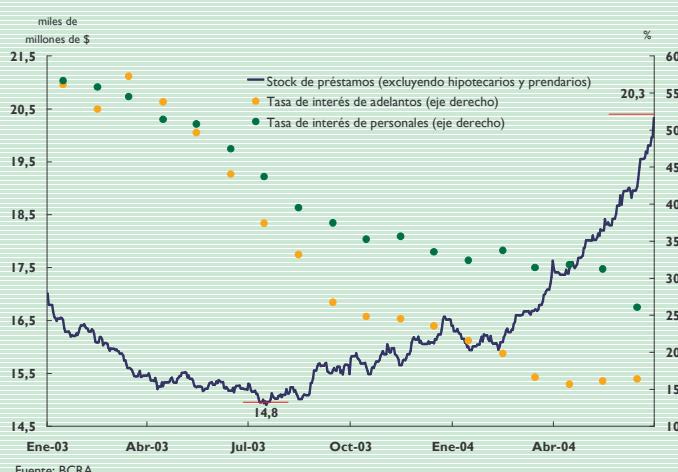
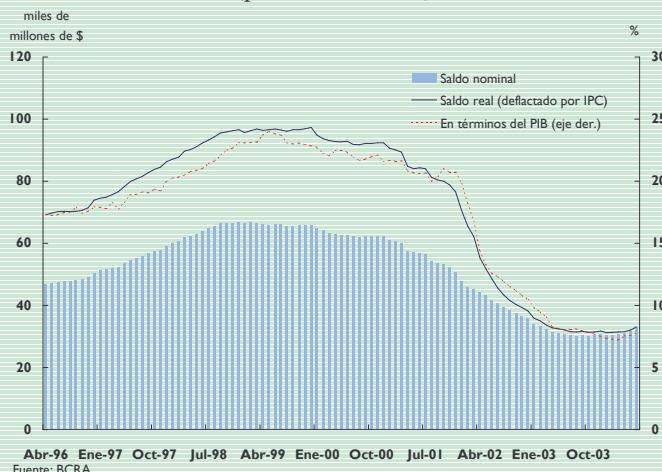


Gráfico N° 2: Préstamos al Sector Privado
(prom. mensuales)



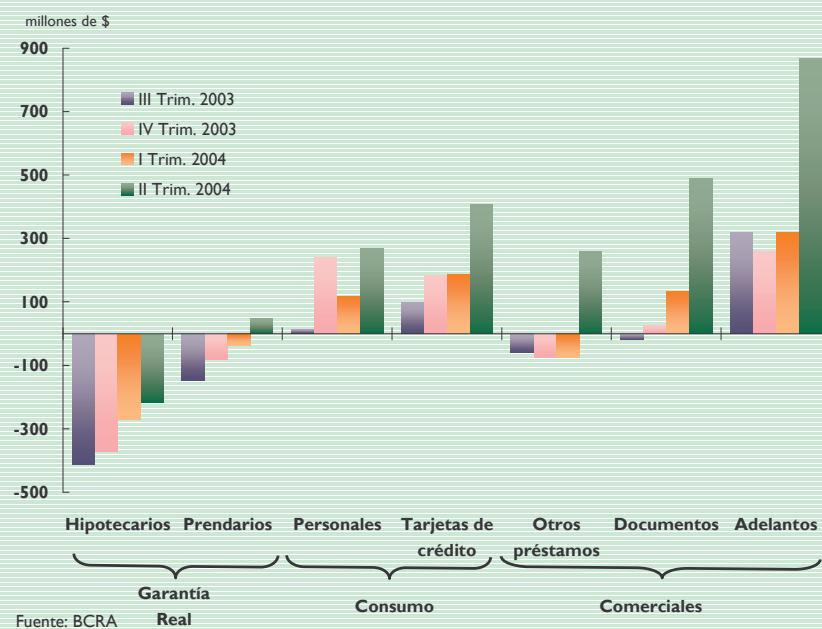
Si bien en el último trimestre todas las líneas de préstamos presentan mejor desempeño que en los anteriores, no todas se encuentran en la misma etapa de recuperación. Aquellas que motorizaron el crecimiento fueron las comerciales y las de consumo. La primera línea en recuperarse fue la de adelantos en cuentas corrientes que mostró un crecimiento de alrededor de \$300 millones en los tres trimestres previos para casi triplicar su monto de aumento en el último trimestre pasando a \$870 millones. Sin embargo, su inusualmente elevado crecimiento en el último trimestre responde en parte a factores estacionales, como las necesidades de caja de las empresas para hacer frente a la fuerte concentración impositiva del trimestre y al pago de aguinaldos. El resto de las líneas comerciales (documentos y otros préstamos) que se encontraban todavía en descenso durante el tercer trimestre de 2003 en sus stocks, revirtieron la tendencia negativa para crecer de marzo a junio \$490 millones y \$260 millones, respectivamente.

En un contexto de recomposición del consumo, de aumento del empleo formal y de la masa salarial, y de mayor estabilidad laboral, los préstamos de consumo mostraron en los últimos cuatro trimestres variaciones positivas. Tanto los préstamos personales como las financiaciones mediante tarjetas de crédito presentaron en el trimestre el mayor aumento del año. En el caso de las tarjetas, el crecimiento del último trimestre duplica al de los trimestres previos, hecho en el que influyó favorablemente el mantenimiento hasta fines de junio de las promociones de pago con tarjeta en hasta seis cuotas sin interés.

En lo que respecta a los préstamos con garantía real, gracias a la muy buena coyuntura que está experimentando el sector agropecuario que se tradujo en un fuerte crecimiento de las ventas de maquinaria agrícola y a las mayores ventas de automóviles que se observan en los últimos meses, los préstamos prendarios revirtieron la tendencia decreciente que venían mostrando desde principios de 2000. En el segundo trimestre las nuevas financiaciones superaron las amortizaciones y cancelaciones, arrojando un crecimiento de \$50 millones. En el caso de los préstamos hipotecarios, si bien en el último trimestre presentaron una nueva contracción, se advierte que el ritmo de caída ha ido reduciéndose paulatinamente de \$410 millones en el tercer trimestre de 2003 a sólo \$220 millones en el período bajo análisis. La recuperación de esta línea enfrenta todavía algunos obstáculos, ya que los salarios aún se encuentran muy atrasados en relación a los valores de los inmuebles, y el

fondeo de los bancos aún continúa siendo fundamentalmente de corto plazo, lo que los frena a ser más agresivos en tasas y plazos de préstamos de largo. No obstante, el alargamiento del plazo promedio de captación de los depósitos a plazo, que en el último mes resultó ser el mayor desde la salida del tipo de cambio fijo, permite ser algo optimista en relación a la futura evolución de esta línea. Adicionalmente, la decisión de la banca especializada en este segmento de relanzar las Cédulas Hipotecarias, titulizando cierta parte de la cartera hipotecaria, constituye una alternativa posible ante la dificultad de disponer de líneas de fondeo de largo plazo.

Gráfico N° 3: Préstamos en Pesos al Sector Privado por Línea de Financiamiento
(var. trim. de prom. mensuales)



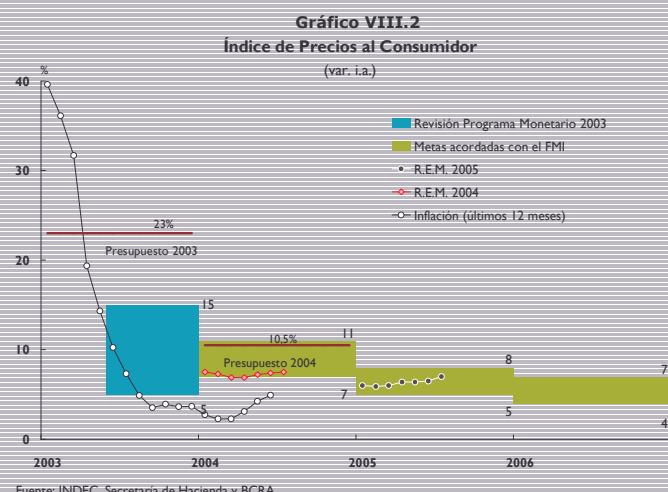
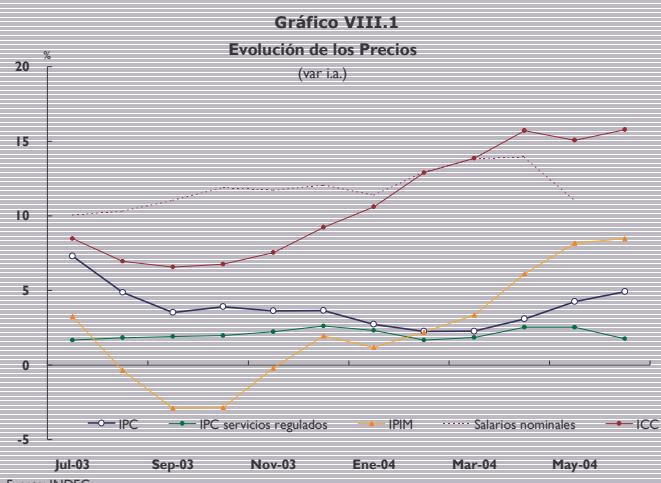
VIII. INFLACIÓN

VIII.1 Síntesis

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró en junio una variación interanual (i.a.) de 4,9%, en línea con lo pronosticado en el Informe de Inflación anterior. Esta mayor variación interanual se explica por una conjunción de factores entre los que se destacan: la concreción de algunos ajustes de precios pendientes en sectores regulados y/o semiregulados y el lento pero continuo intento por recomponer márgenes que se viene dando en varios sectores de la economía fuertemente vinculados al mercado interno.

Para los próximos meses no se prevén ajustes significativos en precios administrados y se esperan menores presiones provenientes de los costos que enfrentan algunos formadores de precios, sobre todo por la influencia de la trayectoria descendente que registrarían los precios internacionales de las materias primas. En contrapartida, se prevé una leve aceleración en la recomposición de márgenes de aquellos sectores más dependientes de la demanda interna y aumentos en los precios de algunos productos básicos como la carne como consecuencia de la apertura paulatina de los mercados externos. Con estos datos, el aumento del IPC se ubicaría por debajo del 6,5% i.a. a fines del tercer trimestre.

El año concluiría con un aumento entre puntas cercano a 7%, lindante con el límite inferior de la banda de inflación explicitada en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Aproximadamente 1 punto porcentual (p.p.) de ese aumento respondería a subas puntuales en precios regulados, impacto que asciende a 1,5 p.p. cuando se consideran además los efectos indirectos de las subas tarifarias. Otros 2 p.p. de la suba estimada en el IPC, que ya estaban contemplados en las proyecciones, estarían asociados a ajustes de precios relativos que el mercado va acomodando en forma gradual con distintos rezagos. Dejando de lado estos efectos, la inflación subyacente en 2004 no distaría mucho de la registrada durante el año pasado.



VIII.2 Precios Minoristas

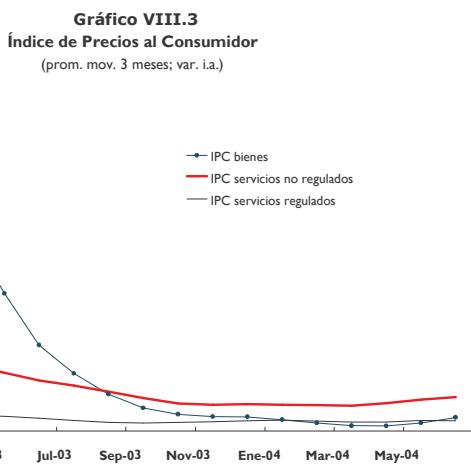
El Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentó 2,2% en el segundo trimestre de 2004, el doble de la suba verificada en los primeros tres meses del año, con precios de bienes y servicios aumentando a tasas similares. El mayor ritmo de crecimiento de los precios, junto a la menor base de comparación del segundo trimestre del año pasado, producto de la deflación evidenciada entonces, hizo que en términos interanuales (i.a.) el aumento del IPC en junio se ubique en 4,9% contra 2,3% en marzo.

Al desagregar la trayectoria del IPC durante la primera mitad del año se advierte que no existe una aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios en relación a lo observado durante 2003. En efecto, el alza en la inflación subyacente que no responde a decisiones gubernamentales, ni a aumentos en precios volátiles o a incrementos de precios de una vez, alcanza en términos anualizados a 3,8%, ritmo similar al observado durante el año pasado (ver Cuadro VIII.1). En particular, el alza de precios que compone la inflación subyacente se concentró en el segundo trimestre, compensando así los menores aumentos observados durante los primeros tres meses del año (ver Gráfico VIII.3 y VIII.4).

Por un lado, transcurridos seis meses de 2004, prácticamente ya fueron definidas por el Gobierno la mayor parte de las decisiones pendientes de precios administrados para este año. En el segundo trimestre, las medidas estuvieron concentradas en el impacto residual de los aumentos habilitados a mediados de marzo a empresas de medicina prepaga, taxis, gas en garrafa y gas natural comprimido. Por su parte, los aumentos habilitados durante el primer trimestre en las tarifas de servicios públicos de gas y electricidad se llevaron a cabo de forma tal de no afectar directamente el consumo residencial y se difirieron hacia principio del próximo año las discusiones tarifarias en los restantes sectores. Asimismo, el impacto sobre el IPC del programa de premios y castigos sobre el consumo de electricidad y gas (que incentiva un ahorro de 5% en el consumo respecto al año anterior) es marginal. También se “renovó de palabra” el acuerdo con las empresas petroleras para mantener fijo el precio local de los combustibles, a pesar de los aumentos en el precio internacional del petróleo crudo, y sólo se registraron durante el trimestre leves subas en el precio del gasoil por parte de algunas compañías.

Por otro lado, como se comentó en Informes de Inflación anteriores, la trayectoria en los precios de los alimentos que componen el IPC ha sido afectada en los últimos años por una mayor volatilidad. Luego de la salida de la Convertibilidad la dependencia a las condiciones de oferta interna se intensificó, manifestándose principalmente en la mayor volatilidad de los precios de algunos alimentos como frutas y verduras. En particular, en el segundo trimestre se registró un aumento importante en los precios de algunas verduras debido a los problemas climáticos que afectaron algunas producciones en el norte del país, que se espera se revierta en los próximos meses.

Por último, las presiones de precios para recomponer márgenes en algunos sectores se aceleraron en el último trimestre. No sólo en sectores de servicios como Alimentos consumidos fuera del hogar o algunos rubros ligados a Esparcimiento y Servicios diversos, sino también en algunos bienes cuyos costos mayoristas se vienen



Fuente: INDEC

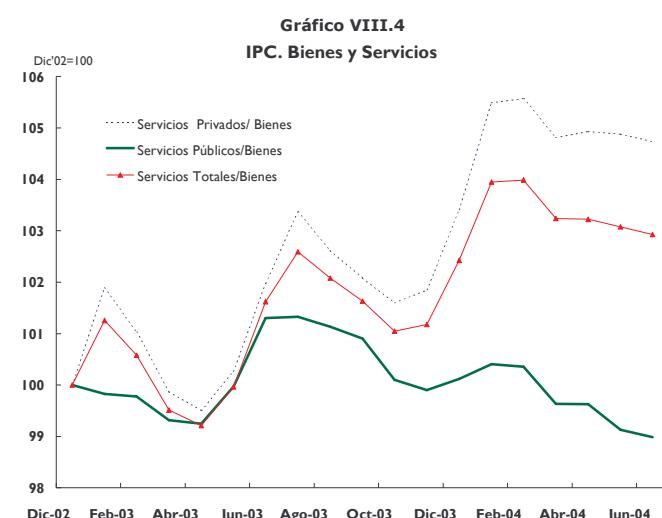
Cuadro VIII.1
IPC. Características de los aumentos

	Mar-04 / Dic-03	Jun-04 / Mar-04	I-sem-04
IPC (var. %)	1,1	2,2	3,3
Incidencia (p.p.)			
Administrados			
Transporte y comunicaciones	0,3	0,5	0,8
Vivienda	0,0	0,1	0,1
Atención médica y gastos para la salud	0,0	0,1	0,1
Educación	0,2	0,1	0,3
Bienes y servicios varios	0,1	0,0	0,1
Precios volátiles	0,0	0,3	0,3
Aumentos puntuales			
Vivienda	0,1	0,3	0,4
Esparcimiento	0,0	0,2	0,2
Otros	0,1	0,1	0,1
Resto	0,7	1,2	1,9
Resto (var. % anualizada s.e.)	2,7	4,9	3,8

Nota: la suma dentro de las columnas pueden no coincidir con el resultado exhibido por cuestiones de redondeo

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

incrementando sistemáticamente desde octubre del año pasado entre los que se pueden mencionar: Muebles y accesorios, Infusiones, Textiles para el hogar, Indumentaria y Equipamiento del hogar.



Esta aceleración se explica en parte por las mayores presiones de costos observadas en los últimos meses en un contexto de demanda creciente. En este sentido, no sólo se dieron los aumentos esperados en los salarios del sector privado y en las tarifas de servicios públicos, sino también se observó una mayor presión alcista en los precios de las materias primas. Estos aumentos de costos provocan una retroalimentación de las decisiones de ajustes de precios que se adicionan y al mismo tiempo disparan las recomposiciones pendientes de precios relativos.

Para el segundo semestre de 2004, se espera que continúe la presión por recomponer márgenes en aquellos sectores más asociados a la demanda interna. Sin embargo, se prevé una desaceleración en las presiones de costos que limitaría la tendencia mencionada de los precios en un contexto en que las restricciones de oferta aún no son operativas a nivel agregado. En este sentido, los ajustes en los precios de servicios regulados para este año ya están prácticamente definidos y comenzó a observarse en los últimos meses una leve desaceleración del proceso de recomposición salarial. Asimismo, junto con la recuperación del dólar frente a las principales monedas comenzó a observarse a partir de mayo una trayectoria descendente de los precios de las materias primas (ver Apartado 1).

Estos factores, en conjunto con algunas presiones eventuales adicionales en los precios de la carne (producto de la mayor apertura de los mercados externos), harían que la inflación minorista se ubique a fines del tercer trimestre por debajo de 6,5% i.a. y finalice el año cerca del límite inferior de la banda objetivo de inflación.

Apartado 5. Índices de precios regionales y la necesidad de un IPC nacional

Cuando se habla de estabilidad de precios como objetivo de la política monetaria, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) es la variable por excelencia ya que es la mejor información disponible para medir la evolución del poder adquisitivo del conjunto de la población. Para que esta variable cumpla su propósito es necesario que represente la trayectoria de los precios de todo el país y no sólo de una región en particular.

Si bien todavía no se cuenta con un índice de precios con representatividad nacional que capture la realidad del interior del país, la información disponible que da cuenta de la evolución de los precios en algunas regiones nos permite obtener algunas conclusiones interesantes acerca de la dinámica de los precios mas allá de Capital Federal y los partidos del Gran Buenos Aires¹⁰.

El indicador de paridad del poder de compra del consumidor (elaborado por el INDEC con información a abril de 2001) que refleja el costo de la canasta del IPC en cada región en relación al costo en el GBA, da cuenta de las importantes divergencias existentes entre los niveles de precios de las distintas regiones (ver Cuadro N° 1). Los costos de la canasta son, en promedio, un 12% menores a los del GBA siendo la región sur la que cuenta con niveles de precios más semejantes y la región del noroeste la que cuenta con precios más bajos. Asimismo, también se observan importantes diferencias en los niveles de precios dentro de la canasta.

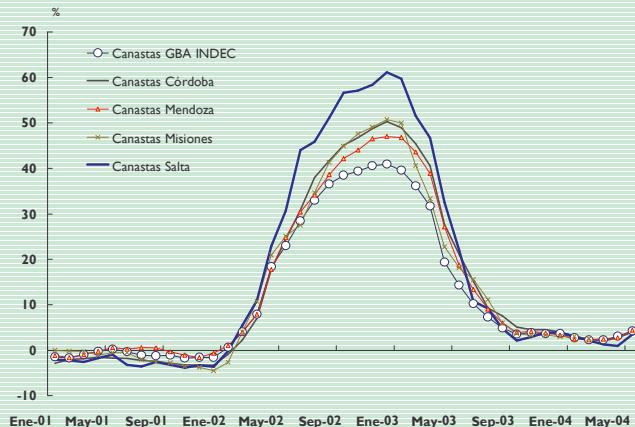
Cuadro N° 1: Paridades de Poder de Compra del Consumidor – Abril 2001
(en % del nivel de precios del GBA)

	Cuyo	Noreste	Noroeste	Pampeana	Sur
Nivel General	87,2	88,6	86,5	90,4	94,9
1 Alimentos y bebidas	89,3	89,8	88,0	94,4	103,5
2 Indumentaria y calzado	79,0	84,5	81,1	80,5	84,5
3 Alquiler y servicios para la vivienda	82,2	97,0	83,7	84,7	86,2
4 Equipamiento y mantenimiento del hogar	85,5	76,7	81,6	87,3	103,9
5 Atención médica y gastos para la salud	84,3	83,2	86,5	86,4	90,0
6 Transporte y comunicaciones	94,2	92,4	90,2	98,9	91,7
7 Esparcimiento	85,7	90,7	88,1	86,3	97,2
8 Educación	85,4	72,4	77,1	77,7	88,3
9 Bienes y servicios varios, tabaco	90,9	94,9	95,7	97,2	102,1

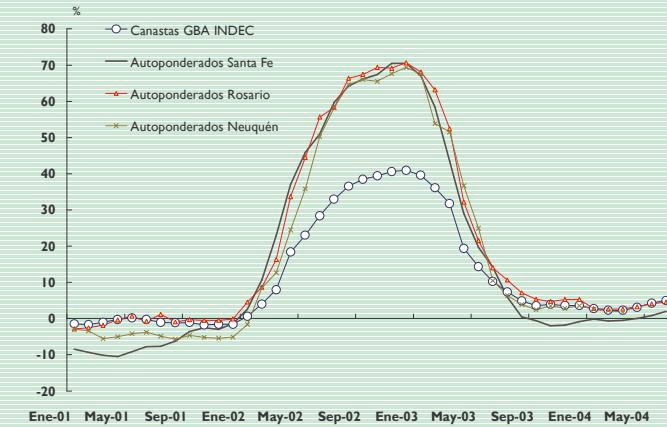
Fuente: INDEC

Por otro lado los relevamientos de precios que elaboran y difunden mensualmente algunas provincias muestran también movimientos diferentes a los que se desprenden del IPC oficial. Según surge de la información recopilada en base a las distintas oficinas de estadísticas provinciales, durante el año 2002 se registraron en el interior del país aumentos de precios mayores que los que reflejan los resultados del GBA, tal como se puede ver en los Gráficos N° 1 y 2.

Gráfico N° 1 y 2: Evolución de los Precios Minoristas por Provincia
(var. i.a.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y Oficinas Provinciales de Estadísticas



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y Oficinas Provinciales de Estadísticas

De particular importancia fueron los aumentos observados en Santa Fe, Rosario y Neuquén, donde se registraron incrementos interanuales de casi 70% hacia fines de 2002, mientras que el IPC del INDEC mostraba variaciones significativamente menores. En cambio, en Mendoza, Misiones y Córdoba la variaciones de los precios minoristas daban cuenta

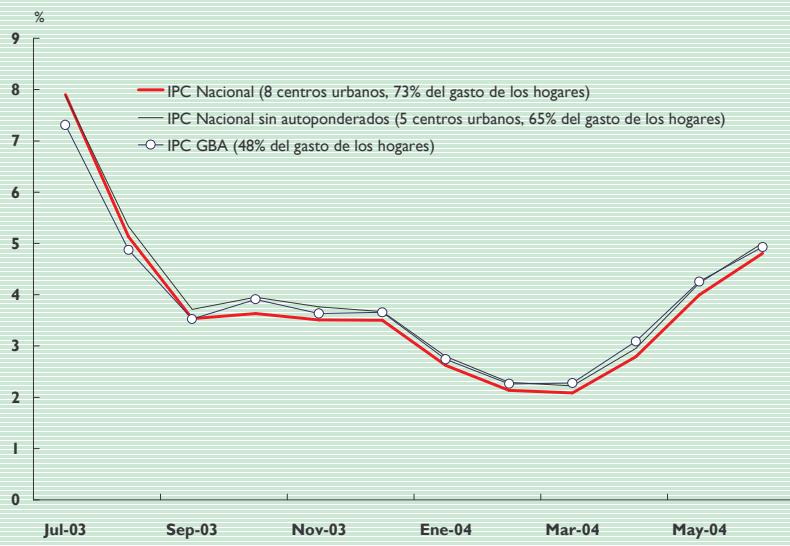
¹⁰ El Índice de Precios al Consumidor que elabora y difunde periódicamente el INDEC alcanza únicamente a Capital Federal y a los partidos del Gran Buenos Aires (GBA). Estas dos regiones concentran 32% de la población y 48% del Gasto de los Hogares.

de un comportamiento más similar, aunque siempre mayor al exhibido por el IPC del GBA. En todo caso, sólo se recopiló información de 7 de las 23 provincias que componen el territorio nacional y no existe homogeneidad en las metodologías utilizadas por las distintas oficinas de estadística para la construcción de la canasta de precios ni para la definición del año base.

En mayor medida, la diferencia en el comportamiento de los precios en las distintas jurisdicciones refleja las diferencias metodológicas que existen en la confección de cada uno de los índices. Por ejemplo, en Santa Fe, Rosario y Neuquén se elaboran índices “autoponderados”, que consisten en una canasta de 100 productos con igual ponderación. Estos índices, por definición, tienen una mayor participación de bienes y en particular alimentos en relación al IPC del INDEC, lo cual explica buena parte del comportamiento diferencial.

En base a la información disponible a nivel provincial, y a los efectos simplemente comparativos (esto es, sin la intención de reemplazar la confección de un índice nacional), si se aglomeran los índices provinciales se puede obtener una aproximación a un “IPC Nacional”, ponderando a los conglomerados por el gasto de los hogares de cada región. Como la metodología de las provincias con índices autoponderados es bien diferente, se elaboró un segundo índice, al que llamamos “IPC Nacional sin autoponderados”, que es más homogéneo en las metodologías, pero menos representativo, por tener información de menor cantidad de provincias. Los resultados muestran que la inflación del IPC GBA subestimaría durante el 2002 el crecimiento de los precios nacionales, mientras que durante el 2003 y lo que va de 2004 sería un buen estimador de lo que le ocurre a la inflación del país en su conjunto, como puede verse en el Gráfico N° 3. La variación interanual a junio de 2004, de 4,9% para el IPC GBA, sería de 4,8% en el “IPC Nacional” y de 5,0% en el “IPC Nacional sin autoponderados”.

**Gráfico N° 3: Evolución del “IPC Nacional” e IPC GBA
(var. i.a.)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y Oficinas Provinciales de Estadísticas

Esta información no puede, entonces, ser considerada como algo concluyente ya que, como se mencionó, no todas las provincias cuentan con índices de precios y las que los elaboran no utilizan metodologías armonizadas. Una dificultad adicional para utilizar esta información para construir un IPC nacional que pueda ser utilizado como variable objetivo por el BCRA radica en la falta de coordinación de los calendarios de difusión y, en algunos casos, los importantes rezagos en la publicación.

Como la restricción de información sobre la evolución de los precios puede llevar a errores de diagnóstico al momento de definir la política monetaria, la elaboración de un índice de precios nacional que abarque la realidad de todo el país se vuelve una prioridad. En este sentido, hay un importante interés en las líneas de trabajo encaradas por el INDEC en los últimos dos años. Actualmente el proyecto de ampliación del IPC cuenta con un estado de avance importante, con precios relevados en varias provincias que en conjunto con el GBA representan aproximadamente el 83% del gasto de los hogares. En este marco, hasta tanto se cuente con un índice de alcance nacional, el BCRA continuará observando no sólo la evolución de los precios en el GBA sino también su comportamiento en las distintas regiones a través de los indicadores comentados.

VIII.3 Precios Mayoristas

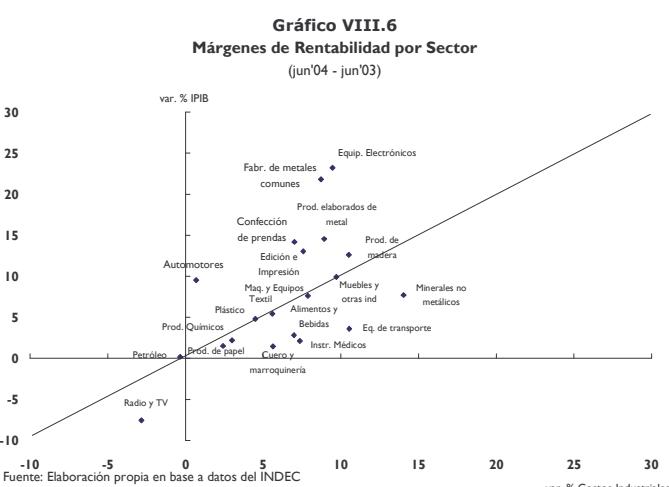
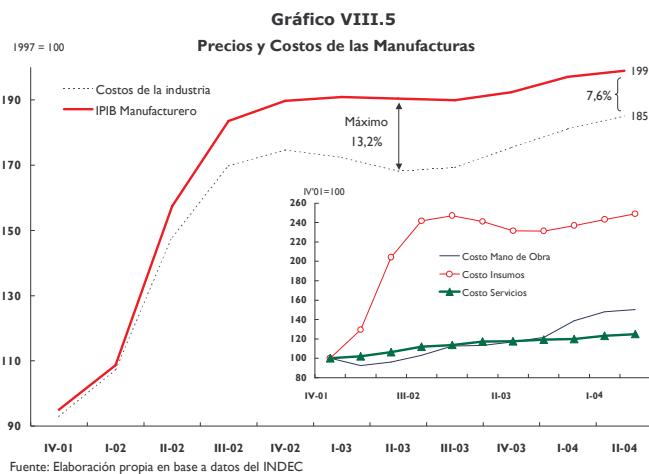
Durante el segundo trimestre los precios mayoristas continuaron creciendo a un ritmo similar al observado en los trimestres previos, revirtiendo totalmente la caída registrada durante 2003. El aumento de 2,2% s.e. del Índice de Precios al por Mayor (IPIM) se explicó principalmente por la suba en los precios de los productos manufacturados, energía eléctrica e importados, mientras que los productos primarios impactaron negativamente.

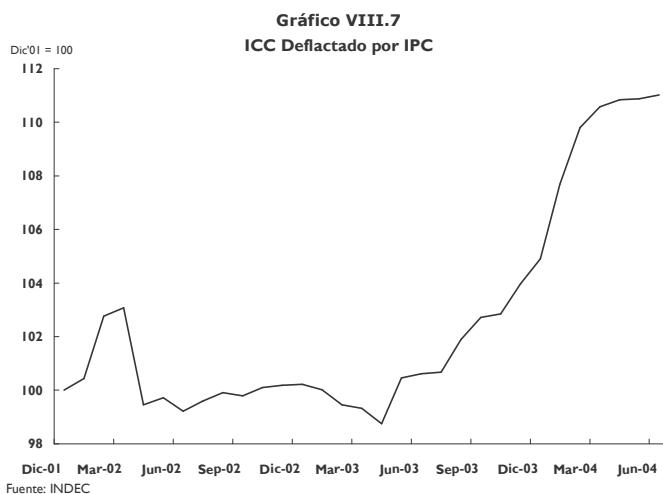
Distintos factores que inciden sobre los mecanismos de formación de los precios mayoristas impulsaron al alza los precios de las manufacturas, en un contexto en que si bien a nivel agregado todavía existe capacidad ociosa, se observan ya algunas restricciones de oferta en sectores como los energéticos o los productores de metálicos básicos. Entre estos factores se destacan: la suba en los precios internacionales de los insumos básicos, tales como aluminio, acero y hierro; el ajuste en la tarifa de gas natural habilitado por el Gobierno que se adicionó al aumento implementado en febrero en la tarifa de electricidad; la suba de salarios y la presión alcista del tipo de cambio sobre los precios de algunos insumos importados.

Estos mayores costos presionaron aún más la recomposición de márgenes en algunos sectores cuyo principal mercado de formación de precios es el interno y que habían quedado rezagados desde la salida del tipo de cambio fijo. Entre estos sectores se destacan: Máquinas y aparatos eléctricos, Productos metálicos excepto máquinas y equipos, Madera y productos de la madera, Máquinas y equipos y Vehículos automotores. De todos modos, parte del aumento en los costos fue absorbido por una reducción de los márgenes de los empresarios, medidos estos como la distancia entre la trayectoria del Índice de Precios Internos Básicos manufacturero (IPIB manufaturero) y la evolución de los costos industriales (calculada utilizando la estructura de la Matriz Insumo Producto). A pesar de esta nueva retracción, el aumento en los márgenes desde la salida del tipo de cambio fijo asciende en términos agregados a 7,6% (ver Gráfico VIII.5 y Gráfico VIII.6).

La caída en los precios de los productos primarios en el segundo trimestre obedece principalmente al impacto de los menores precios internacionales de los bienes agropecuarios. En cambio, el rubro combustibles continuó reflejando una suba producto del alza internacional del precio del petróleo y de la suba local del precio mayorista del gas.

Para el segundo semestre se espera que, a la declinante tendencia en el precio de los productos primarios, se agregue la baja en los precios de los productos básicos manufacturados. En contraste, el IPIM enfrentará algunas presiones al alza, tanto por el impacto indirecto de los mayores costos energéticos aún no concluido como por la recomposición de salarios en determinados sectores que se espera continúe, conforme se sostenga la expansión del consumo interno. La interacción de estos factores se traduciría en una menor presión de costos para el segundo semestre, que permitiría una reducción del aumento interanual observado durante la primer parte del año.





VIII.4 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción continuaron subiendo durante el segundo trimestre, aunque a un ritmo menor al observado en los dos trimestres previos y más acorde con el que reflejan los demás precios de la economía (ver Gráfico VIII.7). En el segundo trimestre del año, el Índice del Costo de la Construcción (ICC) registró un aumento de 3,4% en relación al período anterior y de 15,5% con respecto a un año atrás. A diferencia del primer trimestre, cuando la mayor parte del incremento estaba explicado por la suba en los costos de la mano de obra, en el período abril – junio fueron los mayores precios de los materiales quienes incidieron prácticamente en la totalidad del aumento (ver Gráfico VIII.8).

En efecto, al proceso de recomposición de márgenes en los sectores productores de insumos para la construcción que se viene dando desde fines del año pasado se sumó en los últimos meses el importante repunte en los precios internacionales de los *commodities* industriales como hierro, acero, aluminio y cobre, insumos básicos en la producción de una parte importante de estos materiales. En la medida en que (como ya comenzó a evidenciarse en junio pasado) los precios de estos insumos se normalicen, es factible que se desacelere la suba de este componente del ICC.

Por su parte, los costos de la mano de obra registraron una importante desaceleración e incluso leves caídas en los meses de mayo y junio. Esta dinámica de los ingresos laborales podría estar indicando una reducción en las presiones salariales del sector, teniendo en cuenta que, con los aumentos acumulados impulsados en parte por decreto, los sueldos promedio del sector ya recuperaron prácticamente la totalidad de la pérdida de poder adquisitivo generada por la devaluación. Asimismo, comienza a evidenciarse una leve recomposición de márgenes de los subcontratistas, único componente del costo laboral que registra aumentos en esos meses (ver Gráfico VIII.9).

La trayectoria de los costos de la construcción sigue reduciendo la brecha en relación al precio final de la vivienda, que ya habría alcanzado un techo con niveles similares a los vigentes durante la Convertibilidad en las zonas de mayor poder adquisitivo del país. Actualmente, el cociente entre el precio de una vivienda finalizada y el costo de construcción asciende a 2,9. Se espera que en los próximos meses se desacelere la dinámica de los costos de la construcción en la medida en que la actividad del sector retome un ritmo de crecimiento más sostenible y se normalicen los precios internacionales de los *commodities* industriales.

VIII.5 Salarios

La información disponible para el segundo trimestre del año, muestra que los salarios nominales continuaron recuperándose, aunque a un ritmo algo menor. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en el primer trimestre cuando la mayor parte de la mejora fue explicada por el aumento otorgado a los trabajadores formales del sector privado por el Poder Ejecutivo, en los meses siguientes el incremento se originó básicamente en factores de mercado (ver Gráfico VIII.10). En los últimos meses se observa un mayor número de reclamos sindicales al tiempo que se agudizó la escasez de oferta de algunas capacidades técnicas.

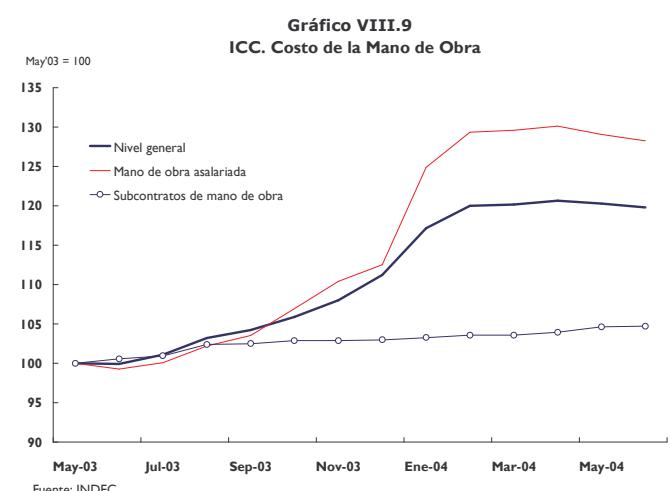
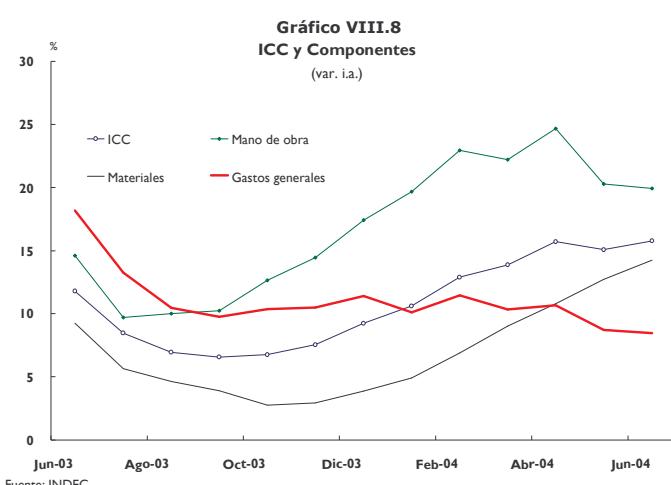
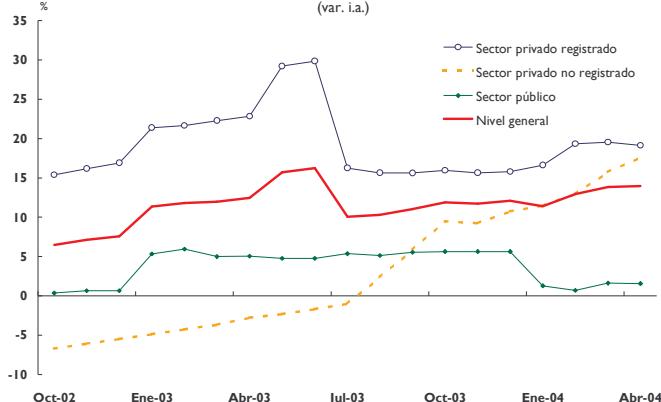


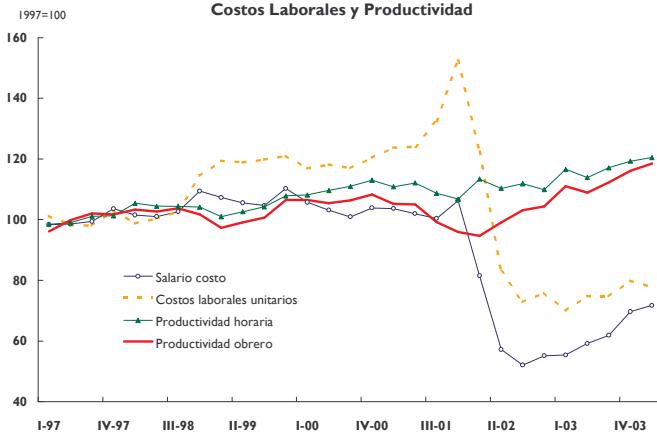
Gráfico VIII.10

Evolución del Salario Nominal

(var. i.a.)



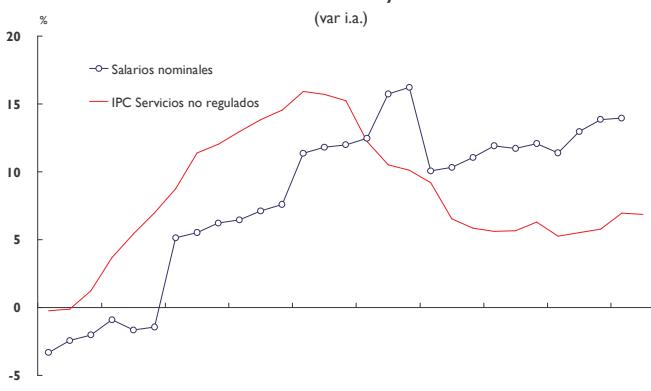
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Gráfico VIII.11
Costos Laborales y Productividad

Fuente: INDEC

Gráfico VIII.12
Evolución de Precios y Salarios

(var. i.a.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Principalmente, la recuperación salarial durante abril estuvo concentrada en los trabajadores informales cuyas remuneraciones se incrementaron en promedio 1,8%. Con este dato, el salario informal acumularía cuatro trimestres consecutivos de aumentos por encima de la inflación. A pesar de esta recuperación, el salario del sector informal ascendería, en promedio, a \$400 mensuales, cifra que se encuentra bien por debajo del costo de la canasta básica para una familia tipo (\$702 mensuales) y apenas alcanza para comprar la canasta básica alimentaria. Esta aceleración en el ritmo de crecimiento de los salarios se da a pesar de los elevados niveles de desempleo que aún subsisten. Parte de la explicación está dada por los bajos salarios que se ofrecen en este segmento, muchas veces por debajo del salario de reserva.

Los salarios pagados en el sector formal de la economía registraron un incremento en abril de 0,3%, manteniendo la tendencia del aumento genuino verificado en el primer trimestre del año, aunque no alcanzó para recomponer los ingresos en términos reales. Por su parte, los salarios públicos, cuya dinámica hasta el presente sólo reflejó la restitución de las reducciones salariales aplicadas durante la crisis de 2001, comenzarían a recuperarse en los próximos meses en función de los aumentos que el Estado Nacional y varias provincias y organismos descentralizados están otorgando.

Cabe recordar que la estructura de precios relativos post devaluación generó una significativa caída en la importancia de los costos laborales en la función de producción, principalmente en los sectores productores de bienes transables. En la industria, el aumento en los costos laborales unitarios que se venía registrando desde mediados de 2002 se frenó en el margen gracias a los incrementos de productividad que continúan registrándose en el sector. Estos aumentos en los salarios apenas alcanzaron para llevar a los costos laborales a un nivel 30% debajo de los vigentes antes de la devaluación, porcentaje que alcanza a 42% cuando se los mide por unidad producida (ver Gráfico VIII.11).

Esta estructura productiva permitió que la recomposición de salarios observada hasta ahora haya tomado lugar sin presiones significativas sobre los demás precios de la economía. Sin embargo, en el último trimestre se observó un aumento mayor en los precios de los productos manufacturados debido a que a las subas de precios que venían registrándose en los sectores más dependientes de la demanda interna se sumaron en los últimos meses presiones de costos adicionales en algunos sectores, básicamente productores de bienes transables.

Finalmente, los sectores más relegados a partir del cambio en los precios relativos, principalmente productores de servicios, aceleraron en el margen el traslado a precios finales de los mayores costos impulsados por el buen dinamismo de la demanda interna y por la decisión del Gobierno de desatar aumentos en varios sectores sujetos a regulaciones (ver Gráfico VIII.12).



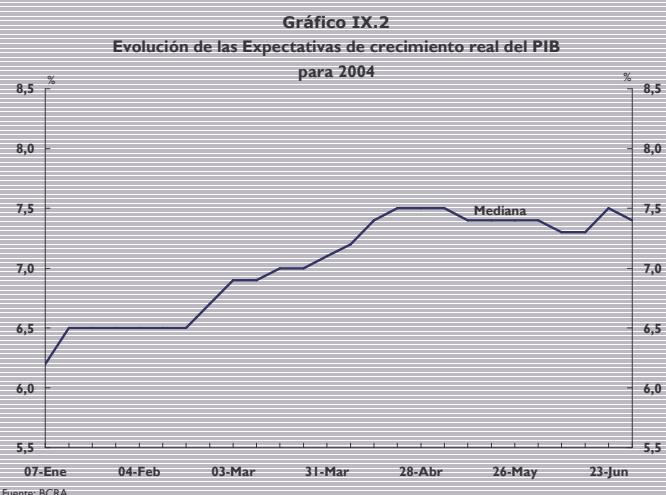
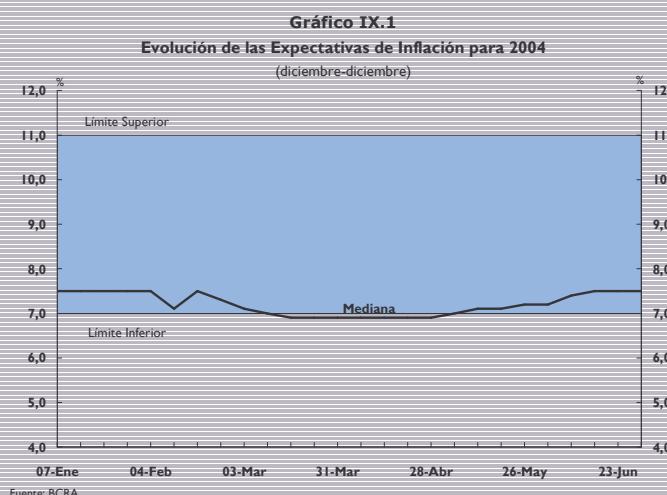
IX. RELEVAMIENTO EXPECTATIVAS DE MERCADO (REM)¹¹

IX.1 Síntesis

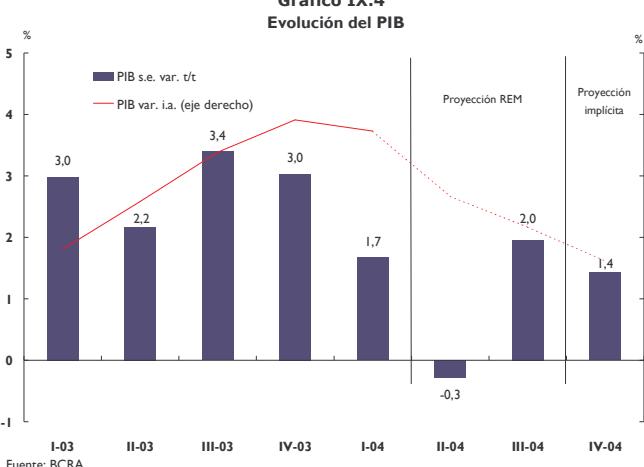
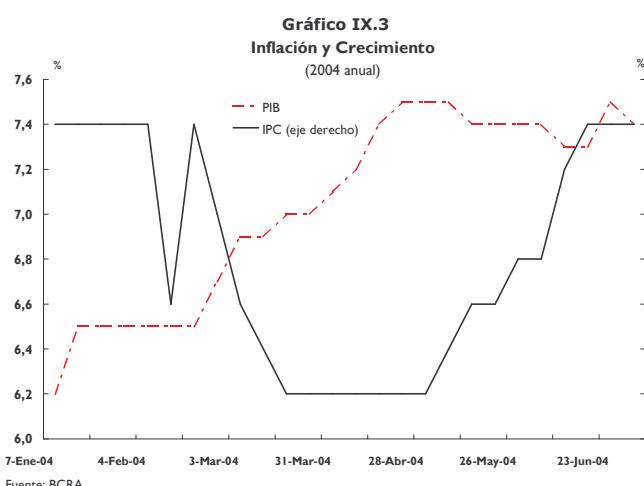
Las expectativas sobre la evolución del nivel de actividad para 2004 se mantuvieron sin modificaciones relevantes durante el segundo trimestre. Si bien las novedades de la coyuntura económica local e internacional atenuaron la tendencia alcista de las proyecciones de crecimiento real, el consenso de los participantes del REM estima que la economía argentina se expandirá 7,4% en el año. A pesar de que las expectativas de inflación aumentaron en los últimos tres meses, según el REM la inflación en 2004 alcanzaría 7,5%, cómodamente dentro de la banda comprometida con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Continúa la reducción en la dispersión de las expectativas de inflación para 2004, que siguen concentrándose en los valores que están en línea con las proyecciones del BCRA. El 66% de las observaciones se encuentra en el rango objetivo de inflación anual para 2004 de 7% a 11%, contra el 48% de hace tres meses.

La cantidad de participantes siguió creciendo durante el segundo trimestre y actualmente el REM cuenta con 55 participantes activos. Asimismo, se mantuvo elevado el nivel de respuestas que originó cada respondiente. Estos factores permiten asegurar una adecuada robustez estadística de las previsiones del Relevamiento.



¹¹ La información completa de la encuesta, resultados, metodología, listado de participantes y cronograma de publicaciones se puede encontrar en el sitio web del Banco Central en la ruta de acceso www.bcra.gov.ar. Por consultas o comentarios comunicarse con rem@bcra.gov.ar.



IX.2 Evolución y Principales Resultados

Durante el segundo trimestre del año se observaron ajustes relativamente menores en las expectativas de mediano plazo de las principales variables económicas que respondieron, en parte, a las novedades en la coyuntura económica internacional y local. Estos cambios repercutieron en mayores expectativas de inflación para el año, que crecieron del 6,9% que se esperaba a fines de marzo a 7,5% en la última semana de junio y, en menor medida, en las previsiones de crecimiento real del PIB en 2004 que pasaron de 7,1% a 7,4% en el mismo período (ver Gráfico IX.3). Asimismo, mejoraron las perspectivas sobre la desocupación y ahora se prevé una tasa de 13,2% para fin de año, luego del mínimo esperado que alcanzó sólo 13,0%, en la semana previa a la publicación de los datos del primer trimestre de 2004.

Las previsiones sobre la evolución de los principales componentes del Producto se comportaron de manera disímil. El Consumo Total presentó pequeñas variaciones durante el período y a fines de junio se mantenían las previsiones de su crecimiento real en 7,2%, igual que lo previsto en la última semana de marzo. Contrariamente, las estimaciones sobre el crecimiento real de la Inversión tuvieron una evolución creciente durante todo el período considerado y pasaron de 22,6% a fines de marzo a 28% a finales de junio. Este ajuste de expectativas se produjo luego de conocidos los datos oficiales sobre la evolución del PIB y sus componentes en el primer trimestre del año.

Conocidos los datos oficiales sobre la evolución del PIB en el primer trimestre del año y sobre la base de las proyecciones del REM para los próximos dos trimestres y el año 2004, se puede inferir la trayectoria trimestral implícita del Producto y sus componentes para el cuarto trimestre de la cual se desprende el desempeño “entre puntas” del PIB. Según este ejercicio, la evolución del PIB y sus componentes en el cuarto trimestre del año mostraría una desaceleración importante en comparación a la evolución exhibida en el cuarto trimestre de 2003 (ver Gráfico IX.4).

Asimismo, se puede estimar la evolución trimestral implícita de las proyecciones del PIB que surgen del REM, pero en términos desestacionalizados. Para realizar este ejercicio se utilizaron los factores de estacionalidad del año pasado, método que permite realizar una desestacionalización de los agregados de una manera rápida, sencilla y transparente. Sin embargo, es claro que este mecanismo tiene sus falencias ya que cada nuevo dato que se agrega a la serie original genera modificaciones en la serie histórica desestacionalizada y por ende en los factores de estacionalidad para los próximos meses. La trayectoria proyectada del PIB, según estas estimaciones, registraría una leve caída desestacionalizada en el segundo trimestre para luego recuperarse en la segunda mitad del año.

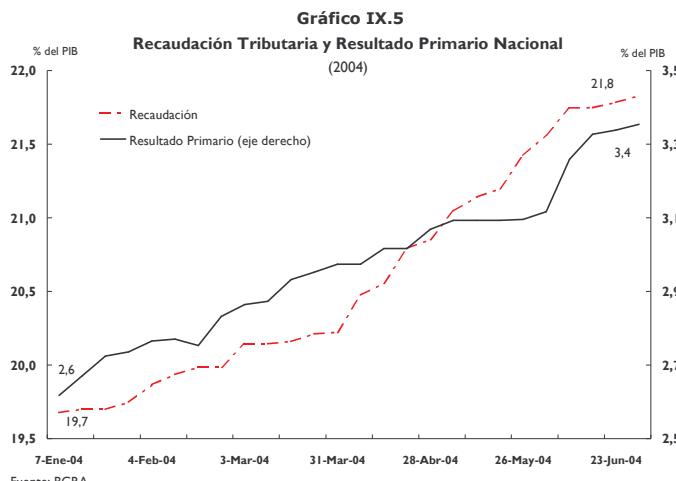
La evolución de las expectativas sobre la trayectoria de las variables monetarias para 2004 presentaron una gran estabilidad. Las previsiones sobre la Base Monetaria Amplia en diciembre de 2004 se mantuvieron dentro de un rango de \$53.000 millones a \$54.500 millones, estimación que se encuentra dentro de las bandas del Programa Monetario actual. Por su parte, a pesar de que las proyecciones de los préstamos del sector privado crecieron

Cuadro IX.1

Pronósticos de las Variables Monetarias y Financieras (2004, fin del período)

Variable	7-Ene	31-Mar	30-Jun
Base Monetaria Amplia; mill de \$	53.745	54.000	53.500
Depósitos Totales; mill de \$	84.450	85.050	82.294
Depósitos Totales/PIB, %	20,1	20,1	19,3
Préstamos Totales; mill de \$	36.500	36.347	36.700
Préstamos Totales/PIB, %	8,7	8,6	8,6
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días	5,6	4,8	4,5
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año	9,0	8,1	7,5

Fuente: BCRA



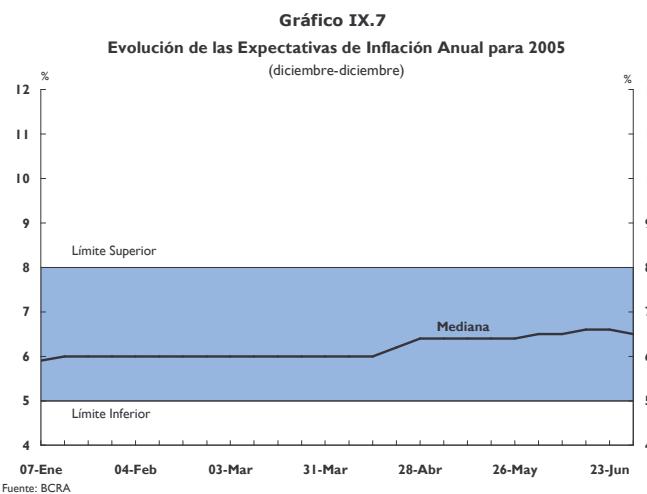
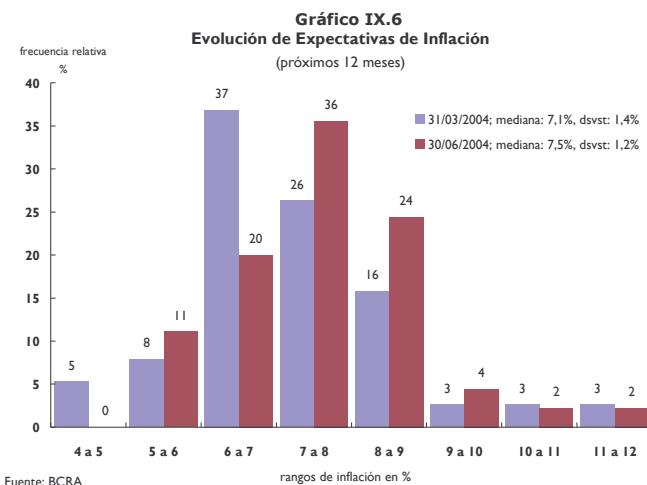
levemente en términos nominales, en relación al PIB se mantuvieron en 8,6%. Las previsiones sobre las tasas de interés, tanto de plazo fijo como las de LEBAC, disminuyeron pese a la suba en la tasa de referencia de los Estados Unidos a fines de junio (ver Cuadro IX.1).

Los resultados de los últimos indicadores fiscales, como el récord de recaudación tributaria de mayo, apuntalaron las excelentes perspectivas de las finanzas públicas para el año. Las expectativas sobre la recaudación tributaria nacional para 2004 alcanzaron casi \$92.000 millones, 21,8% del PIB, al 30 de junio. En consonancia con esta evolución, las previsiones sobre el resultado primario nacional alcanzaron \$14.100 millones a fines de junio, cifra que supera ampliamente las pautas del Presupuesto 2004 y del acuerdo con el FMI (ver Gráfico IX.5).

Por otra parte, continúa la reducción de la dispersión de las expectativas de inflación que siguen concentrándose en los valores que están en línea con las proyecciones del BCRA. El 66% de las observaciones se encuentran en el tramo de inflación anual objetivo del BCRA de 7% a 11%. Se puede inferir entonces que la concentración responde, mayormente, a que el mercado está previendo que en el segundo semestre se observarían variaciones de precios levemente superiores a las registradas en el primer semestre del año cuando el Índice de Precios al Consumidor (IPC) creció 3,3%.

La inflación para los próximos 12 meses (hasta junio de 2005) también muestra una mayor concentración que la evidenciada tres meses atrás (ver Gráfico IX.6). Además, el análisis de esa tasa junto con la inflación proyectada por el REM para 2004 y 2005, muestra que los participantes comparten la visión del BCRA de que la demora en el ajuste de ciertos precios relativos, como es el caso de algunos precios regulados, se estaría trasladando desde 2004 hacia 2005. Asimismo, las expectativas de inflación para 2005 también se encuentran dentro de los valores acordados con el FMI. A fines de junio, la mediana se encuentra en 6,5%, exactamente en el medio de la banda objetivo del BCRA de 5% a 8% (ver Gráfico IX.7).

Finalmente, los pronósticos de la mayor parte de las variables del REM mostraron, igual que lo observado en las expectativas de inflación, una continua concentración de las estimaciones, factor que se ve reflejado en menores desvíos estándar. Sin embargo, y aunque cada vez son menos, todavía hay variables que muestran una importante dispersión. Con todo, la mayor concentración de las proyecciones para 2004 también refleja la mayor información disponible para realizar las estimaciones.





RESULTADOS DEL REM. SEMANA DEL 30 DE JUNIO DE 2004

VARIABLES	2005-MAY			2004-MAY			2004-JUN			2004-JUL			2004-AGO			2004-ANL			2005-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvio																		
IPC: var. mensual; en %				0,6	0,6	0,1	0,8	0,7	0,2				5,5	5,0	1,1	7,1	7,1	7,0	7,0	1,5	
IPC: var. interanual implícita, en % (*)				4,9	4,9		5,4	5,3													
IPC: var. anual; en % (diciembre)													7,4	7,5	1,2	7,1	7,1	6,5	6,5	1,6	
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %	0,8	0,8	0,2	0,9	0,9	0,3							11,3	11,5	2,2	8,7	8,7	8,5	8,5	1,9	
Monetarias y Financieras																					
Base Monetaria Amplia: prom. mensual; en mill. de \$	48.109	48.100	286	48.973	49.000	539							53.498	53.500	1.866	59.403	59.4931	3.068			
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ US\$): prom. mensual; en mill. de \$	75.154	75.200	1.257	75.690	75.650	1.270							82.584	82.294	2.901	92.632	93.500	5.326			
Prestamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ US\$): prom. mensual; en mill. de \$	32.722	32.905	558	33.424	33.425	983							36.454	36.700	1.690	44.207	44.700	3.949			
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (fin del periodo); en %	2,5	2,5	0,4	2,7	2,7	0,4							4,3	4,5	1,2	5,3	5,3	5,0	5,0	1,8	
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (fin del periodo); en %							6,5	6,4	0,4	6,2	6,1	0,5	7,4	7,5	1,5	7,8	7,8	8,0	8,0	1,9	
Tipo de Cambio Nominal: fin del período; \$/US\$				2,94	2,95	0,04	2,95	2,95	0,04				3,00	3,00	0,09	3,09	3,10	0,16			
Actividad Económica																					
EMAE: var. interanual; en %	7,6	7,7	1,5	7,6	7,7	1,3							7,4	7,4	0,9	4,8	4,7	4,7	4,7	1,2	
EMI: var. interanual; en %				10,3	10,5	1,6	9,4	9,6	1,6				10,4	10,5	1,5	6,9	7,0	7,0	7,0	2,1	
Sector Externo																					
Exportaciones; en mill. de us\$				3.206	3.222	223	3.139	3.100	209				32.453	32.426	946	34.009	34.000	1.056			
Importaciones; en mill. de us\$				1.755	1.750	109	1.843	1.836	167				19.853	20.050	2.073	22.148	22.246	1.952			
Fiscales																					
Recaudación Tributaria Nacional; en mill. de \$				8.799	8.800	557	8.026	7.950	490				90.976	92.000	4.103	97.831	98.000	5.148			
Resultado Primario del SPNF; en mill. de \$				1.659	1.680	508	1.087	1.103	432				14.411	14.100	2.138	15.059	14.984	1.787			
2) Variables de Frecuencia Trimestral																					
VARIABLES	2004-TR2			2004-TR3			2004-ANL			2005-ANL			2004-ANL			2005-ANL					
Actividad Económica	Promedio	Mediana	Desvio																		
PBI a precios constantes: variación interanual; en %	8,0	8,0	0,9	6,7	6,5	0,9							7,4	7,4	0,7	4,8	4,7	1,1			
PBI a precios corrientes; en mil. de \$													427.716	428.417	9.822	476.369	476.369	19.624			
Consumo Total a precios constantes: variación interanual; en %	7,9	8,0	1,2	6,7	6,6	1,1							7,2	7,2	0,8	4,6	4,7	1,0			
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	35,0	35,3	6,7	29,3	30,1	7,1							27,8	28,0	6,9	12,5	11,6	4,9			
Tasa de desocupación; en %	13,8	13,9	0,5	13,5	13,6	0,4							13,2	13,2	0,9	12,3	12,2	1,0			
Sector Externo																					
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mill. de US\$	1.708	1.761	485	1.023	950	499							4.527	4.500	1.187	3.501	3.800	1.577			
Reservas internacionales; fin de período; en mill. de US\$	16.941	17.340	851	17.700	17.934	956							18.170	18.000	1.217	19.663	19.200	1.615			

(*) Esta variable no es relevada en el REM y su valor se obtiene implícitamente.



GLOSARIO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

\$: Pesos argentinos	FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas
AACREA: Asociación Argentina de Consorcios Regionales de Experimentación Agrícola	FMI: Fondo Monetario Internacional
ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores	FOB: Free on Board
BCB: Banco Central de Brasil	FOMC: Federal Open Market Committee (EE.UU.) (Comité Federal de Mercado Abierto)
BCE: Banco Central Europeo	FONAVI: Fondo Nacional de la Vivienda
BCRA: Banco Central de la República Argentina	GBA: Gran Buenos Aires
BID: Banco Interamericano de Desarrollo	HICP: Harmonized Index of Consumer Prices
BIRF: Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento	i.a.: Interanual
BMA: Base Monetaria Amplia. Definida como la circulación monetaria en pesos, la cuenta corriente en pesos de las entidades financieras en BCRA, más el stock de cuasimonedas.	IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Brasil)
BODEN: Bonos del Estado Nacional	IBIF: Inversión Bruta Interna Fija
BOGAR: Bono Garantizado	ICC: Índice del Costo de la Construcción
BoJ: Bank of Japan (Banco de Japón)	ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias
CBOT: Chicago Board of Trade	IED: Inversión Extranjera Directa
CEDRO: Certificado de Depósitos Reprogramados	IFI: Instituciones Financieras Internacionales: FMI, BID y BIRF
CEDEM: Centro de Estudios para El Desarrollo Económico Metropolitano	INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos
CFI: Coparticipación Federal de Impuestos	IPC: Índice de Precios al Consumidor
CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia	IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)
desvest: Desvío estándar	IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor
DGI: Dirección General Impositiva	IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor
EE.UU.: Estados Unidos	IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas
EM: Efectivo Mínimo	ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción
EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica	ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos
EMBI+: Emerging Markets Bond Index	IVA: Impuesto al Valor Agregado
EMI: Estimador Mensual Industrial	IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado recaudado por la DGI
EPH: Encuesta Permanente de Hogares	LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)
EPH continua: Nueva Encuesta Permanente de Hogares	LFCF: LatinFocus Consensus Forecast
EPH puntual: Encuesta Permanente de Hogares Tradicional	LME: London Metal Exchange
Eurostat: Oficina de Estadística de la Unión Europea	M2: Billetes y monedas + cuasimonedas + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$
FCI: Fondos Comunes de Inversión	M3: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$



MAE: Mercado Abierto Electrónico	REPO: Rueda de negociación donde se operan pases aforados con LEBAC en pesos sin actualización CER como activo subyacente
Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires	s.e.: Serie sin estacionalidad
MI: Metas de Inflación	SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	SEC: Securities and Exchange Commission
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	Selic: Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)
MRO: Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)	SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
MULC: Mercado Único y Libre de Cambios	SIOPEL: Sistema de Operaciones Electrónicas
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	SISCEN: Sistema Centralizado de Requerimientos Informativos del BCRA
NYMEX: New York Mercantile Exchange	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
O/N: Overnight	SPP: Sector Público Provincial
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	SPrNF: Sector Privado no Financiero
OCT MAE: Operaciones Compensadas a Término MAE	t/t: trimestre sobre trimestre
OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo	TNA: Tasa Nominal Anual
p.p.: Puntos porcentuales	UCI: Utilización de la Capacidad Instalada
p.b.: Puntos básicos	US\$: Dólares estadounidenses
PDI: Past-due interest	UADE: Universidad Argentina de la Empresa
PEA: Población Económicamente Activa	UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
PIB: Producto Interno Bruto	var.: variación
PyMES: Pequeñas y Medianas Empresas	VN: Valor Nominal
R\$: Reales brasileños	WTI: West Texas Intermediate (petróleo de referencia de Argentina)
REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado	