

# INFORME DE INFLACIÓN



---

Banco Central  
de la República Argentina

---

Tercer Trimestre de 2005



---

# INFORME DE INFLACIÓN

---

**Banco Central  
de la República Argentina**

---

Tercer Trimestre de 2005

---

Banco Central de la República Argentina

---

Julio 2005  
ISSN: 1668-0561  
*Edición electrónica*

Reconquista 266  
Capital Federal, Argentina  
C1003ABF. Tel.: 4348-3500  
[www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

---

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente. Para comentarios o consultas comunicarse con:  
[coyunturaeconomica@bcra.gov.ar](mailto: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 2005. La próxima publicación del **Informe de Inflación**, correspondiente al cuarto trimestre de 2005, será el 26 de octubre a través de internet.*

Buenos Aires, 20 de julio de 2005

---



---

## Contenido

I. Visión Institucional.....	7
II. Contexto Internacional .....	11
III. Actividad Económica .....	20
IV. Empleo y Salarios .....	30
<b>Apartado 1. La negociación colectiva y la recuperación del salario real .....</b>	<b>33</b>
V. Sector Externo .....	36
<b>Apartado 2. Descomponiendo el comercio bilateral con Brasil.....</b>	<b>40</b>
VI. Finanzas Públicas.....	44
VII. Política Monetaria y Mercado de Activos .....	51
<b>Apartado 3. ¿Por qué los países emergentes acumulan reservas? .....</b>	<b>56</b>
VIII. Inflación.....	62
<b>Apartado 4. El traslado a precios del Programa de Uso Racional de la Energía .....</b>	<b>65</b>
IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).....	70
Resultados del REM. Semana del 29 de Junio de 2005 .....	73
Glosario de Abreviaturas y Siglas.....	74



## I. VISIÓN INSTITUCIONAL

Luego de dos años de registrar aumentos del PIB en torno a 9%, se observa en 2005 una convergencia de la tasa de crecimiento a niveles más congruentes con la inversión y el producto de largo plazo. Al mismo tiempo, los precios muestran un aumento algo mayor, debido a la concentración de subas generadas por la recomposición de precios relativos en vastos sectores de la economía, en un contexto donde la fortaleza del gasto interno, los elevados niveles de utilización de la capacidad instalada y la apertura de mercados externos, permiten que esta recomposición se haga efectiva.

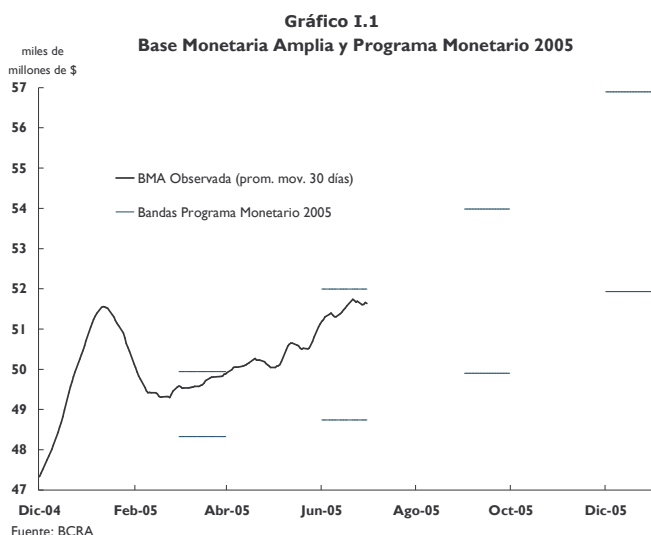
En el marco del proceso de crecimiento de la economía, el BCRA continuó cumpliendo su Programa Monetario, que contempla una reducción del estímulo monetario, a partir de una expansión de la Base Monetaria Amplia (BMA) significativamente menor a la registrada durante 2003 y 2004. El cambio en el sesgo de la política monetaria se reflejó en una contracción de la BMA de 3,9% en términos reales en el primer semestre, producto de una suba nominal de 1,9%, que representa la mitad de la registrada en el mismo período del año anterior.

El BCRA, al igual que otros bancos centrales de países emergentes, está aprovechando la coyuntura del sector externo para implementar una política anticíclica de acumulación de reservas por motivos prudenciales. Esta estrategia apunta, precisamente, a reducir la vulnerabilidad externa del país, para evitar movimientos disruptivos ante cualquier *shock* que pudiera afectar el flujo de pagos internacionales, tanto del sector público como del sector privado (ver Apartado 3).

El nivel de reservas internacionales alcanzado a principio de julio (US\$23.128 millones) es el mayor desde abril de 2001 y constituye una contribución institucional a la macroeconomía del país.

La política anticíclica de acumulación se instrumenta procurando evitar el impacto sobre la economía de la monetización del saldo del Balance de Pagos. Para ello, el BCRA está utilizando los distintos mecanismos de esterilización que tiene a su alcance y está desarrollando y profundizando algunas herramientas adicionales. La política de absorción monetaria durante el segundo trimestre continuó siendo ejecutada a partir de una mayor colocación de títulos del BCRA, la concreción de pasivos pasivos, la recuperación de redescuentos y la realización de operaciones de mercado abierto con títulos del Tesoro Nacional. Estas mayores colocaciones se han efectuado con un aumento en las tasas de interés. En el mercado de pases, el corredor de tasas del BCRA pasó de 2,75%-3,25% a fin de marzo a 4,25%-5,25% a fin de junio. También se registró un aumento en las tasas de corte de las LEBAC y un aplanamiento en la curva, ya que la suba de las letras a un mes fue de 2,4 puntos porcentuales (p.p.) y las de las letras a un año aumentaron 1,6 p.p..

Con todo, el resultado cuasifiscal continuará siendo positivo en 2005. En efecto, el rendimiento de las reservas internacionales y el flujo de intereses (más el ajuste por el CER) correspondiente a los redescuentos otorgados a las entidades financieras, más que compensan los egresos por los servicios de los títulos que emite el



BCRA y los costos de otros pasivos, dando aún un importante margen de maniobra a la política de absorción de esta Institución.

En el primer semestre se manifiesta una normalización de las variables reales y nominales, aunque con una composición heterogénea entre los trimestres. Mientras que en los primeros tres meses del año la actividad económica mostró un crecimiento menor al esperado y los precios tuvieron un repunte significativo, en el segundo trimestre ambas variables muestran trayectorias más acordes con la tendencia esperable en el mediano plazo.

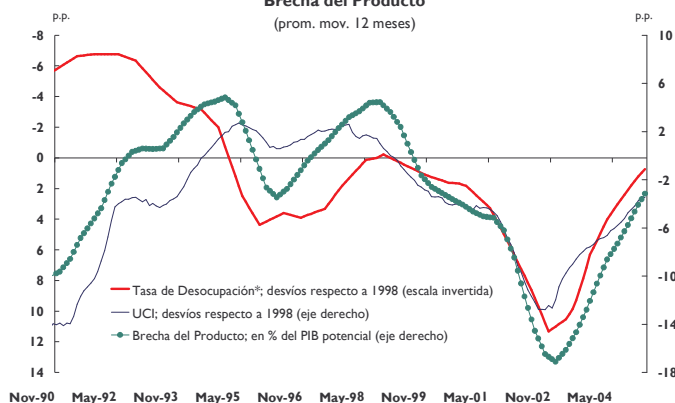
La desaceleración de la actividad observada en los primeros tres meses, cuando el PIB aumentó 0,5% desestacionalizado (s.e.) y 8% interanual (i.a.), habría sido compensada por un mayor dinamismo en el segundo trimestre, y la primera mitad del año dejaría un arrastre estadístico para 2005 en torno a 5,6%. De este modo, se mantiene la proyección de un crecimiento real de la economía superior a 6,5% en el año, incluida en el **Informe de Inflación** anterior. A pesar de que la contribución positiva de las exportaciones netas, principal factor en explicar el incremento en los primeros tres meses del año, no se mantendría en lo que resta del año, el gasto interno recobraría impulso en los próximos trimestres y sería el principal factor de crecimiento del PIB.

El repunte de la actividad de la construcción y de las importaciones de bienes de capital observado ya en el segundo trimestre, permite proyectar una significativa recuperación de la inversión en los próximos meses. Se suma, además, el mayor impulso de la obra pública y el impacto de las medidas fiscales de estímulo a la inversión. La recuperación de la masa salarial, impulsada por las negociaciones privadas en el sector formal de la economía que indirectamente impactan sobre los sectores informales, se vería reflejada en un aumento del consumo. El estímulo de la política fiscal, estacionalmente más expansivo durante el segundo semestre, se verá ampliado por las mejoras en los salarios públicos y en las jubilaciones que también contribuirían a impulsar el consumo en los próximos meses. A estos elementos se suma el dinamismo que continúa exhibiendo el crédito y las pocas oportunidades de inversión financiera para inversores no sofisticados que todavía persisten.

Desde el punto de vista de la oferta, el mayor crecimiento estaría impulsado por la construcción, el agro y el comercio. En el segundo trimestre, se reflejaría el impacto de la cosecha récord de soja, concentrada en esa parte del año, y así el sector primario contribuiría significativamente al crecimiento del PIB. Además, el agro aportaría indirectamente a través de una mayor utilización de los productos y servicios ligados al sector.

La normalización del sector externo continúa, pero a un ritmo menor al proyectado inicialmente debido a la excelente evolución que muestran las exportaciones (ver Apartado 2). Al mismo tiempo, la Cuenta Capital y Financiera en “base caja” siguió arrojando un saldo negativo en el primer trimestre, pero cada vez menor, merced al dinamismo que muestran las cuentas del Sector Privado. En tanto, el Sector Público, por los pagos netos a las Instituciones Financieras Internacionales (IFI), así como el Sector Financiero, continúan mostrando sendos resultados negativos. Se proyecta un mayor superávit de la Balanza Comercial (5,4% del PIB) para 2005 que lo previsto en el **Informe de Inflación** anterior. Sobre la base

**Gráfico I.2**  
**Brecha del Producto**  
(prom. mov. 12 meses)



\* Corregida por planes de empleo

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y FIEL



de este escenario se prevé que el resultado positivo de la Cuenta Corriente ascienda a 1,8% del PIB, al considerar que recién a partir del segundo trimestre se computaría el impacto generado por el canje de la deuda pública en cesación de pagos finalizado en febrero y liquidado en junio.

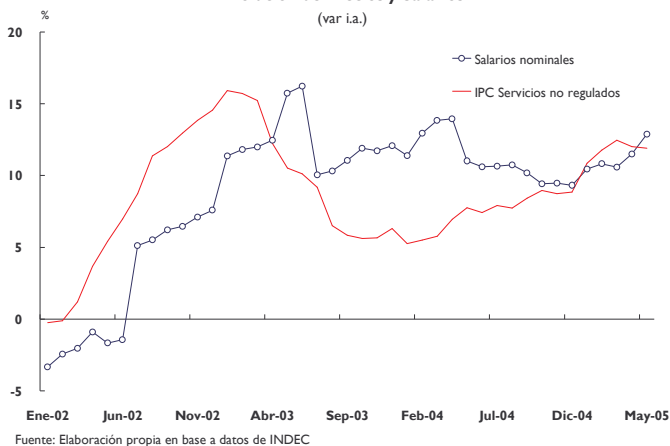
Las cuentas fiscales siguen mostrando resultados positivos, favorecidas por el buen desempeño que mantiene la recaudación impositiva, que aumentó 17,9% i.a. en el semestre. El gasto primario exhibió un aumento algo mayor al proyectado, aunque este crecimiento se haría más evidente en los próximos meses, cuando se reflejen recientes decisiones del Gobierno. En este contexto, el superávit primario a nivel nacional alcanzaría aproximadamente 3,4% del PIB y más de 4% en términos consolidados. El Gobierno Nacional, luego de la finalización del proceso de reestructuración de la deuda pública, retornó al mercado de capitales con emisiones de BODEN, reduciendo la incertidumbre sobre el financiamiento del Tesoro en el corto plazo. El uso de Adelantos Transitorios (AT) estuvo circunscripto a los límites contemplados en la Carta Orgánica del BCRA y el Sector Público continuó sin ser un factor de expansión de la BMA.

Los indicadores de empleo mostraron en el primer trimestre un aumento de la Tasa de Desocupación, en parte explicada por factores estacionales, que el año pasado habrían sido acotados por el adelantamiento de la producción al primer trimestre, principalmente en los sectores productores de transables. De hecho, la caída en el empleo estuvo circunscripta al sector informal de la economía, en tanto que el segmento formal continuó mostrando mejoras en su nivel de empleo. Teniendo en cuenta el cambio en la estacionalidad, a la que se suma la importante recuperación de la demanda laboral y el aumento en el empleo formal, se prevé que ya en el segundo trimestre la Tasa de Desocupación retome la senda descendente y se ubique a fin de año en torno a 10,5%.

La dinámica salarial merece una consideración especial. A diferencia de lo ocurrido en los primeros tres meses del año, cuando el impulso al alza estuvo concentrado en los aumentos por decreto, las mejoras salariales en el último trimestre respondieron a algunos procesos de discusión colectiva y al derrame de sus resultados sobre el resto de los sectores. Este esquema, por lo tanto, tiende a contemplar, al menos parcialmente, las diferencias sectoriales de productividad y rentabilidad. En los próximos meses, el eje de la discusión salarial estaría centrado en que estos aumentos no sean trasladados masivamente a los precios, lo que redundaría en una erosión de la mejora observada en los ingresos en términos reales (ver Apartado 1).

A pesar de que en los últimos meses se intensificaron algunos de los factores de riesgo que afectarían directa e indirectamente al país, el contexto internacional continúa siendo favorable para Argentina. El principal cambio en el escenario estuvo dado por el ritmo de crecimiento menor al esperado en la economía brasileña y en la confirmación de que la reducción del precio del petróleo evidenciada a fin del año pasado fue transitoria. Es positivo, en cambio, el reciente aumento mostrado por los precios de las materias primas agropecuarias y la menor probabilidad que asigna el mercado a que se produzca una aceleración del ciclo alcista de la tasa de los *Fed Funds*, que podría finalizar el año incluso por debajo de 4%.

**Gráfico I.3**  
**Evolución de Precios y Salarios**  
(var i.a.)



En línea con lo esperado, la inflación minorista mostró entre abril y junio una importante disminución en relación con los aumentos observados en el primer trimestre. A pesar de esta desaceleración, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) acumuló en la primera mitad del año una suba de 6,1%. En el segundo trimestre el IPC aumentó 2% (la mitad del crecimiento registrado en los primeros tres meses), principalmente por la desaceleración del IPC Resto, cuyo incremento pasó de 4,6% en el primer trimestre a 2,5% en el período abril-junio. Adicionalmente, los precios de los bienes o servicios estacionales y/o volátiles ayudaron a esta dinámica, aunque con menor incidencia ya que apenas representan 10% de la canasta del IPC. Por su parte, los precios regulados tuvieron un aumento similar al registrado en el primer trimestre, fundamentalmente por la incidencia del Programa de Uso Racional de la Energía (PURE; ver Apartado 4).

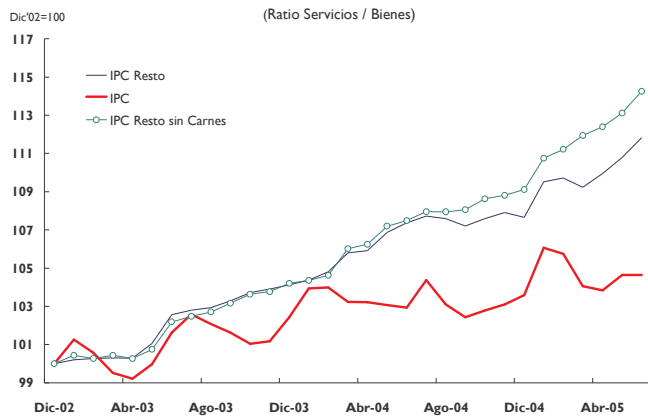
Este cambio de tendencia estaría incentivado por factores transitorios como la estabilidad que mostraron los precios de la carne y los lácteos, en parte como resultado de los acuerdos concretados entre las empresas y el Gobierno, pero principalmente por una reversión de la demanda interna creciente que enfrentaban estos productos. En los próximos meses, la evolución de estos precios será fundamental para explicar el ritmo de crecimiento de los precios minoristas, en un contexto donde la inflación subyacente muestra una persistencia importante, compuesta por la acumulación de incrementos discretos en los precios de varios sectores.

Será difícil que en el trimestre en curso los precios minoristas continúen desacelerándose, sobre todo teniendo en cuenta que para julio se espera un aumento del índice de precios superior al del mes previo. Además, a los aumentos de precios ya anunciados y a la estacionalidad propia del gasto público, que se caracteriza por ser más expansivo, habrá que adicionar los aumentos anunciados en los salarios y jubilaciones.

En adelante continuaría el cierre de la brecha del Producto, a pesar de que se espera un mayor crecimiento de la inversión. De este modo, un eventual estímulo de la demanda por encima de las posibilidades de producción, en un contexto de mayores costos y recomposición de precios relativos, sigue siendo uno de los principales factores de riesgo para analizar en el corto plazo.

Dados los consabidos rezagos de la política monetaria y teniendo en cuenta la evolución de la inflación en el primer semestre del año, se reducen las posibilidades de alcanzar la meta indicativa máxima de variación del IPC de 8% para 2005, en un marco donde se observa un persistente aumento del gasto agregado y continúa cerrándose la brecha del Producto. Sin embargo, el BCRA continuará reduciendo el estímulo monetario en el marco de las pautas previstas en el Programa Monetario vigente. Las propias expectativas del mercado implicarían que el alza de precios del primer trimestre es un fenómeno transitorio y limitado, ya que si bien la inflación esperada para el corriente año supera el máximo del rango objetivo, la estimación para los próximos doce meses es relativamente más baja. Frente a este escenario, la labor del BCRA en los próximos meses estará centrada en hacer converger las expectativas de inflación hacia los niveles consistentes con la estabilidad de precios.

**Gráfico I.4**  
**Ajuste de Precios Relativos**  
(Ratio Servicios / Bienes)



## II. CONTEXTO INTERNACIONAL

### II.1 Síntesis

*El contexto internacional continúa siendo favorable para la Argentina, aunque el balance de los factores de riesgo habría empeorado levemente en los últimos tres meses. El precio del petróleo podría mantenerse en niveles elevados y afectar el crecimiento económico mundial y la menor expansión esperada de Brasil impactaría directamente sobre la economía argentina. En cambio, se redujo la probabilidad de una aceleración del ciclo alcista de la tasa de los Fed Funds y diversos análisis sostienen que la tasa de interés de referencia podría finalizar 2005 incluso por debajo de 4%. En este marco, el mercado espera que la economía mundial se expanda 4,3% este año y casi 4% en 2006, tasas elevadas en términos históricos.*

*El PIB de EE.UU. aumentaría 3,6% en 2005, todavía impulsado por el consumo privado. En Brasil, la economía crecería 3%, notándose un importante descenso en las proyecciones de los últimos meses, mientras que tanto la zona Euro como Japón se expandirían alrededor de 1,5%.*

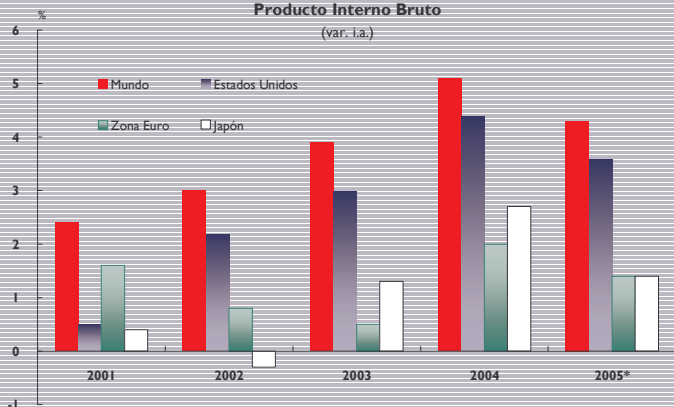
*El precio internacional del petróleo sería el determinante más importante de la inflación mundial en los próximos meses. Sin embargo, en EE.UU. la inflación subyacente se mantiene contenida (2,2% interanual -i.a.- en mayo) y en Brasil exhibió una clara desaceleración en mayo y especialmente en junio. La inflación en Europa sigue en torno a la meta de 2% y Japón seguiría atravesando un período deflacionario, al menos este año.*

*En este escenario, Estados Unidos continuaría el proceso alcista de la tasa de los Fed Funds, que actualmente se sitúa en 3,25% tras el ascenso de 0,25 puntos porcentuales (p.p.) de fin de junio. Por el contrario, el Comité de Política Monetaria (Copom) de Brasil decidió en junio mantener estable la tasa de interés de referencia en 19,75% y según las estimaciones del mercado comenzaría a bajarla en septiembre.*

*Recientemente se redujo el riesgo a la baja en los precios de los commodities. El valor del petróleo seguiría elevado en los próximos meses y los precios de los productos agrícolas podrían continuar recuperándose tras la caída del segundo semestre de 2004.*

*Con todo, Argentina aún enfrenta un escenario internacional favorable, a pesar de la leve evolución negativa de algunos factores de riesgo relevantes para el país. Finalmente, la corrección de los “desbalances globales” y el interrogante acerca de cuál será la región (Europa o Asia) que soporte la mayor parte del ajuste, sigue siendo uno de los principales focos de incertidumbre de la economía mundial.*

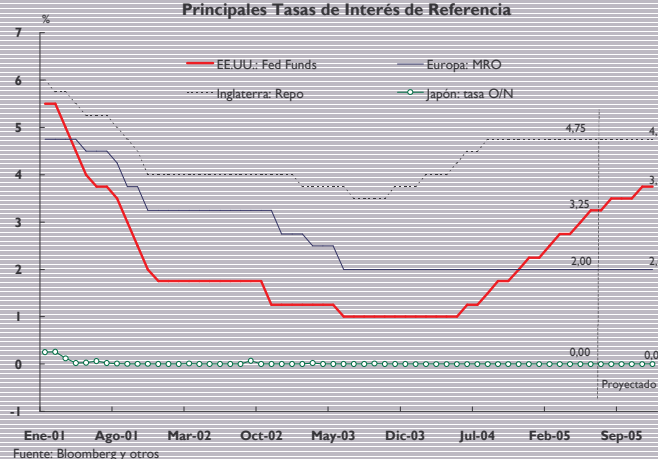
**Gráfico II.1**  
Producto Interno Bruto  
(var. i.a.)



\* Proyectado

Fuente: LatinFocus Consensus Forecast

**Gráfico II.2**  
Principales Tasas de Interés de Referencia



Fuente: Bloomberg y otros

## II.2 Estados Unidos

La economía estadounidense mantuvo el ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año y se expandió a una tasa anualizada de 3,8%, igual que en el trimestre previo. El consumo privado volvió a ser el principal impulsor del PIB, seguido por la inversión privada. La contribución negativa de las exportaciones netas se redujo dado el fuerte aumento de las exportaciones en el trimestre y el menor incremento de las compras al exterior. Sin embargo, ante la desaceleración del consumo privado, afectado por el aumento del precio de la energía, el mercado espera que la economía se expanda a una tasa anualizada de 3,3% en el segundo trimestre. Para el año, se proyecta un menor crecimiento (3,6%) que en 2004, que respondería a la reducción de los incentivos de las políticas monetaria y fiscal.

La creación de empleo en el promedio de abril y mayo se situó en línea con el promedio mensual del primer trimestre, algo por debajo de lo observado el año pasado. En mayo, la creación de puestos de trabajo fue menor a lo esperado por el mercado, pero eso no generó un descenso de la confianza de los consumidores, que alcanzó en junio su máximo nivel en tres años, a pesar del encarecimiento del petróleo. Según las estimaciones del mercado, en junio se habrían creado 200.000 empleos. Así, la continua recuperación del mercado laboral favorecería el desempeño del consumo privado en la segunda mitad del año y permitiría sostener el nivel de crecimiento (ver Gráfico II.3).

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) descendió en mayo respecto al mes anterior por la caída en el precio de la energía y mostró una variación interanual (i.a.) de 2,8%, exhibiendo una importante desaceleración respecto al primer trimestre. Sin embargo, el marcado aumento del precio del petróleo de junio podría afectar la inflación de los próximos meses, dado el crecimiento de la demanda de combustible que se registra en esta época del año por las vacaciones estivales. En tanto, el IPC subyacente mostró una desaceleración en los últimos meses y la tasa de variación interanual que en febrero alcanzó 2,4%, se redujo en los meses siguientes hasta 2,2% (ver Gráfico II.4). Entre los principales factores de riesgo inflacionario se destaca la evolución de la cotización internacional del petróleo, una aceleración de los costos laborales en un marco de aumento más moderado de la productividad y, en menor medida, la evolución del dólar. Por otro lado, a pesar de que el aumento del precio de las viviendas se desaceleró en los últimos meses, la tendencia alcista se mantiene y diversos análisis destacan que podría existir una burbuja en el mercado inmobiliario.

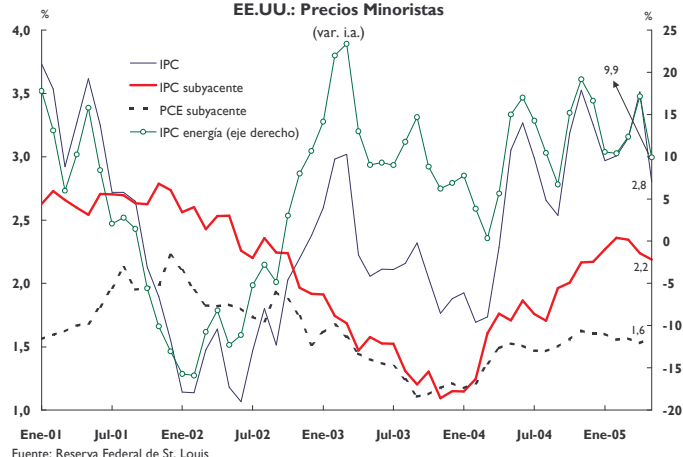
En cambio, el índice de precios subyacente del PCE<sup>1</sup>, que tendría mayor relevancia para la Reserva Federal, se elevó 1,6% i.a. en mayo, superando la expectativa del mercado. De esta forma, en lo que va del año el índice subió a una tasa anualizada de 2,2%, claramente por encima de lo exhibido en los dos años anteriores. En este marco, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal volvió a elevar a fin de junio 0,25 puntos porcentuales (p.p.) la tasa de interés de referencia, llevándola a 3,25%. El FOMC mejoró su evaluación de la economía con respecto al encuentro de principio de mayo y mantuvo su visión en

**Gráfico II.3**  
Estados Unidos. Actividad Industrial y Desempleo



Fuente: Reserva Federal de St. Louis

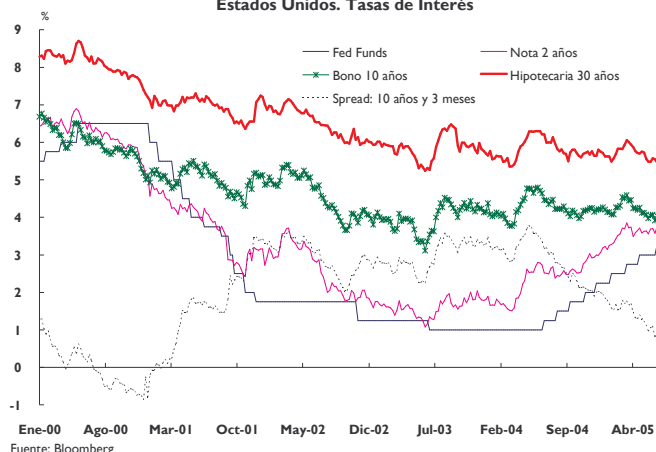
**Gráfico II.4**  
EE.UU.: Precios Minoristas



Fuente: Reserva Federal de St. Louis

<sup>1</sup> Price Index for Personal Consumption Expenditure.

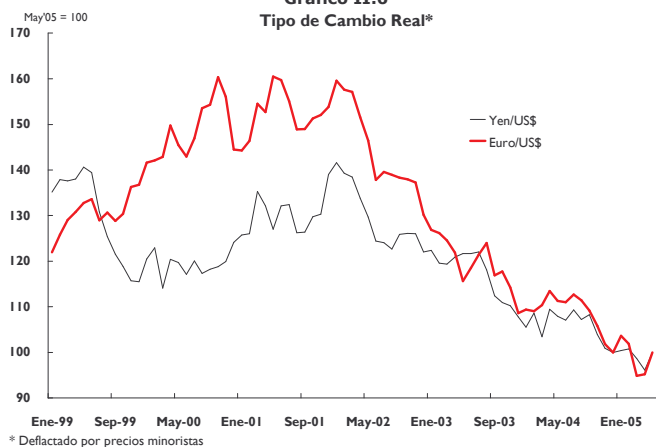
**Gráfico II.5**  
Estados Unidos. Tasas de Interés



relación con las mayores presiones inflacionarias, aunque volvió a subrayar que la inflación subyacente sigue contenida.

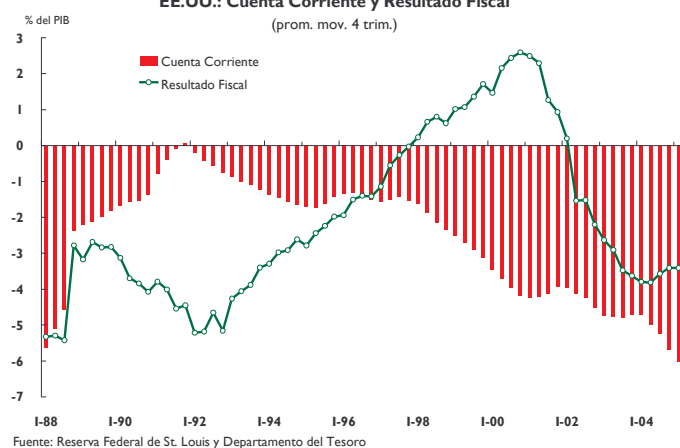
Según la encuesta de *Bloomberg* de junio pasado, el consenso de mercado espera que la Reserva Federal lleve la tasa de los *Fed Funds* hasta 3,75% a fin de año, asumiendo entonces que el FOMC sólo elevará la tasa de interés de referencia 0,25 p.p. en dos de las cuatro reuniones que restan hasta fin de año. No obstante, otros analistas consideran que el Comité continuará con el ritmo de incremento iniciado en junio de 2004 y que la tasa de los *Fed Funds* finalizará el año por encima de 4%. Mientras que las tasas de interés de los bonos del Tesoro de corto plazo continuaron subiendo acompañando el proceso alcista de los *Fed Funds*, el rendimiento del bono a 10 años descendió en los últimos dos meses hasta 4%. De esta forma, la curva de rendimientos siguió aplanándose en un marco de importante demanda de bonos de largo plazo por parte de fondos privados y bancos centrales, hecho que también reflejaría la confianza en que la Reserva Federal podrá mantener la estabilidad de precios en el mediano y largo plazo (ver Gráfico II.5).

**Gráfico II.6**  
Tipo de Cambio Real\*



Por su parte, el déficit de cuenta corriente continuó en aumento durante el primer trimestre y registró un récord histórico de US\$195.100 millones (6,4% del PIB), impulsado por el mayor resultado negativo de la balanza comercial (ver Gráfico II.7). El sector público exhibió en los primeros cinco meses del año un déficit de aproximadamente 3% del PIB, mostrando una mejora en relación con el mismo período del año pasado, que respondió al incremento de los ingresos. A pesar de que se estima que EE.UU. seguirá evidenciando importantes “déficit gemelos” en los próximos años, el dólar se revalorizó en términos reales en el segundo trimestre, en un marco de mayor diferencial de rendimientos entre Estados Unidos y la zona Euro. En el escenario del voto negativo a la Constitución Europea en Francia y Holanda, el dólar se apreció 5% en términos reales con relación a la moneda de la zona Euro, mayormente por la apreciación nominal observada en el período (ver Gráfico II.6). En efecto, el tipo de cambio finalizó junio en 1,21 US\$/€ y así el dólar registró su valor máximo de los últimos doce meses.

**Gráfico II.7**  
EE.UU.: Cuenta Corriente y Resultado Fiscal  
(prom. mov. 4 trim.)



El creciente déficit de cuenta corriente de EE.UU. está siendo contrarrestado por el superávit que exhibieron principalmente Asia y Europa. Además, aunque en menor medida, muchas economías emergentes, particularmente en América Latina, revirtieron los déficits registrados en décadas pasadas y muestran resultados positivos. Dada la apreciación del euro de los últimos años, en un marco de tipo de cambio flexible, el bloque europeo habría soportado hasta el momento la mayor parte del ajuste de los “desbalances globales”. En un contexto donde las economías más importantes de Asia del Este poseen esquemas de tipo de cambio fijo o intervienen fuertemente para evitar una mayor apreciación de sus monedas, cómo se repartirá el costo del ajuste en los próximos años continúa siendo uno de los principales focos de incertidumbre mundial. En cualquier caso, la posibilidad de que la corrección de los “desbalances globales” se realice en forma abrupta afectaría a todas las economías, incluida la Argentina, más allá de qué región (Europa o Asia) soporte la mayor parte del costo.



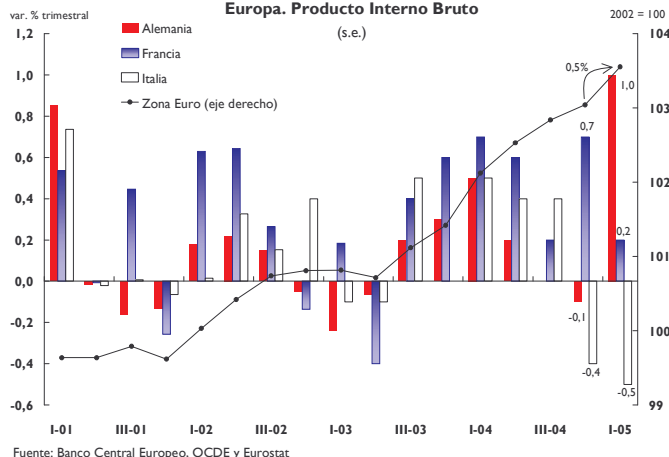
## II.3 Zona Euro y Asia

La economía de la zona Euro recuperó dinamismo en el primer trimestre del año, luego del leve crecimiento exhibido en el segundo semestre de 2004 (ver Gráfico II.8). En particular, el PIB del bloque se expandió 0,5% trimestral desestacionalizado (s.e.), impulsado por el sector externo ya que el gasto interno contribuyó negativamente al crecimiento, por la desaceleración del consumo y la caída de la inversión. La retracción de la construcción, que habría respondido a factores transitorios, explicó principalmente el descenso de la inversión. En tanto, la contribución positiva de las exportaciones netas se debió a la fuerte disminución de las importaciones, ya que las ventas externas de la zona Euro continuaron incrementándose débilmente. Sobre la base de los indicadores adelantados y las encuestas de expectativas, la economía europea habría vuelto a registrar un crecimiento moderado en el segundo trimestre. Según el consenso de mercado relevado por *LatinFocus Consensus Forecast* (LFCF), el PIB se expandiría 1,4% este año, mostrando la economía una desaceleración respecto al año anterior. La situación fiscal de algunos países importantes del bloque y la posibilidad de que se registren nuevos atentados terroristas, podría afectar la evolución económica en el mediano plazo. Por su parte, el mercado laboral continúa mostrando señales de debilidad y la tasa de desempleo de la zona Euro se ubicó en 8,8% en mayo.

En un contexto de presiones inflacionarias subyacentes contenidas, la evolución del precio del petróleo en el mercado internacional sigue siendo el principal determinante de la inflación minorista en la zona Euro (ver Gráfico II.9). Junto con el abaratamiento de la materia prima en mayo, la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) se desaceleró hasta 1,9% i.a., situándose en línea con la meta inflacionaria del Banco Central Europeo (BCE)<sup>2</sup>. Además, de acuerdo a la estimación oficial, el IAPC habría aumentado 2,1% i.a. en junio, cuando el precio internacional del petróleo subió 13% mensual. Un mayor aumento del precio del petróleo o de los precios administrados siguen siendo los principales factores de riesgo inflacionario, además del continuo y marcado crecimiento del crédito y la cantidad de dinero. Sin embargo, según las expectativas privadas y oficiales, en el mediano plazo la evolución de la inflación sería consistente con la meta inflacionaria del BCE. Así, y en un marco de débil expansión económica, el Consejo de Gobierno seguiría sin subir su tasa de interés de referencia (*Main Refinancing Operations*, MRO) en los próximos meses y algunos analistas consideran que el BCE podría inclusive reducir la MRO. En este sentido, la reciente debilidad del euro podría impulsar las exportaciones y el crecimiento económico y reducir las expectativas de que el BCE baje la MRO. Por su parte, el mercado espera que el Banco de Inglaterra reduzca en los próximos meses su tasa *repo*, que actualmente se encuentra en 4,75%.

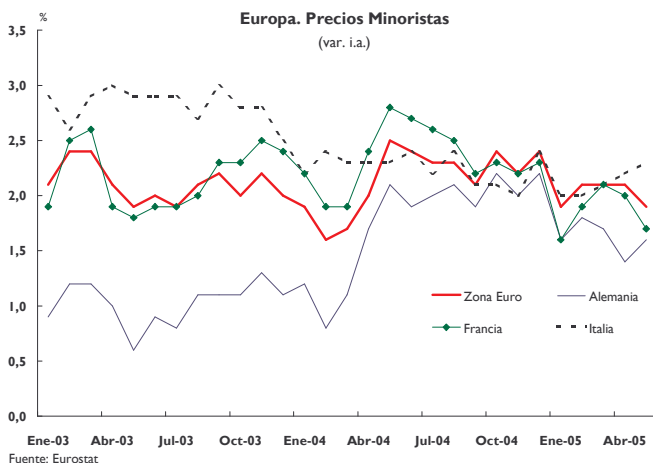
Por otro lado, la economía de China continuó expandiéndose fuertemente durante el primer trimestre y el PIB creció 9,4% i.a., en línea con el promedio del año pasado. No obstante, las medidas adoptadas por el Gobierno a partir del año pasado habrían resultado eficientes, considerando que el ritmo de aumento del M2 siguió desacelerándose y que la inflación minorista se redujo hasta 1,8%

**Gráfico II.8**  
Europa. Producto Interno Bruto  
(s.e.)



Fuente: Banco Central Europeo, OCDE y Eurostat

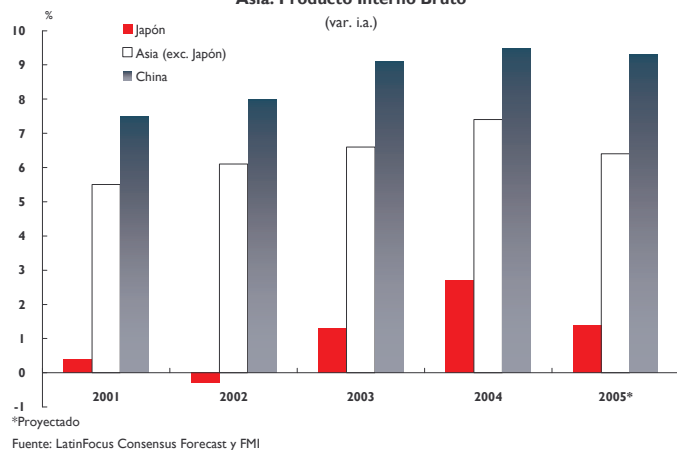
**Gráfico II.9**  
Europa. Precios Minoristas  
(var. i.a.)



Fuente: Eurostat

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

**Gráfico II.10**  
Asia. Producto Interno Bruto  
(var. i.a.)

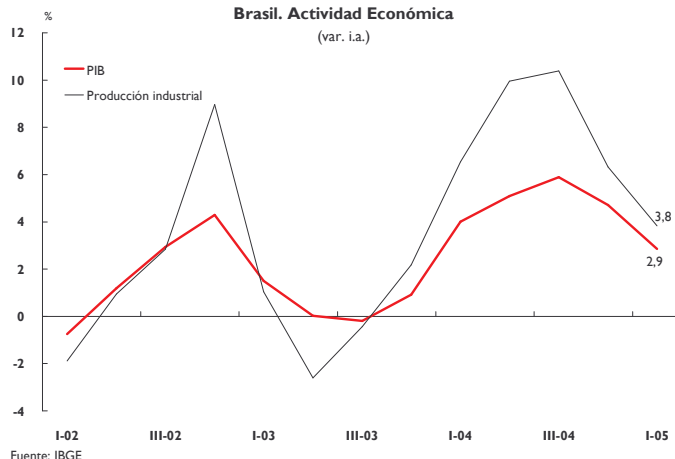


i.a. en mayo, tras haber alcanzado 3,9% i.a. en febrero. En este sentido, el mercado espera que la autoridad monetaria continúe elevando la tasa de interés de referencia, que actualmente se ubica en 5,6%, y podría finalizar el año por encima de 6%. En tanto, a pesar de las continuas presiones externas para que China abandone el tipo de cambio fijo, de acuerdo con recientes declaraciones oficiales, no se observaría una transición hacia un esquema de tipo de cambio flexible, al menos en los próximos meses. El crecimiento del resto de Asia (excluyendo Japón) se desaceleraría este año dado que con excepción de China e India, las demás economías importantes de la región se expandirían menos que en 2004 (ver Gráfico II.10).

Por su parte, Japón mostró en el primer trimestre un fuerte crecimiento impulsado por el gasto interno. En particular, el PIB se expandió 1,2% s.e. y más que recuperó el desempeño negativo acumulado en los tres trimestres previos. Las exportaciones netas contribuyeron negativamente, en parte, por la caída de las exportaciones a Estados Unidos y el menor incremento de las ventas a China. Por otro lado, en un contexto de mejora de la situación laboral e interrupción de la caída de los salarios, el consumo privado tuvo una contribución positiva de 0,6 p.p. al crecimiento desestacionalizado del PIB. Teniendo en cuenta el arrastre estadístico negativo que dejó el año pasado, según el consenso de mercado la economía japonesa crecería menos de 2% en 2005, a pesar de la fuerte expansión del primer trimestre. Por otro lado, dado el descenso de las tarifas de energía eléctrica y telefonía el índice de precios subyacente, que excluye alimentos frescos, registró en abril una caída de 0,2% i.a. y se espera que el escenario deflacionario se mantenga en los próximos meses.

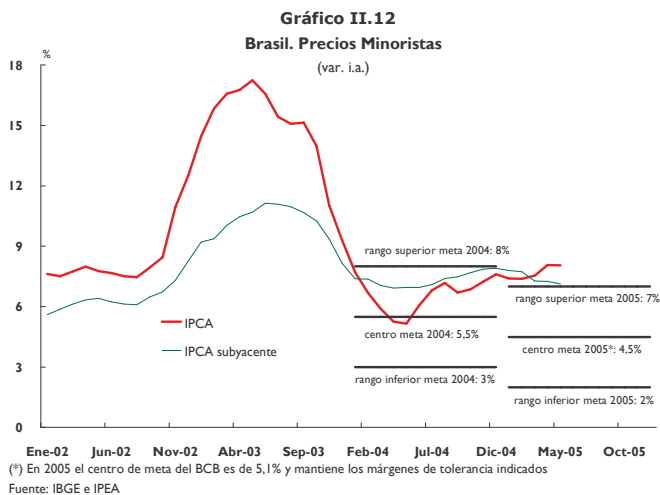
## II.4 Brasil

**Gráfico II.11**  
Brasil. Actividad Económica  
(var. i.a.)



El crecimiento de la economía brasileña se desaceleró en el primer trimestre del año, tras haberse expandido fuertemente en 2004<sup>3</sup> (ver Gráfico II.11). El PIB aumentó 0,3% trimestral s.e. por la contribución positiva de las exportaciones netas, notándose una importante caída de la inversión y un descenso del consumo privado y público. En un contexto internacional favorable y a pesar de la apreciación del real, las cantidades exportadas se elevaron 3,5% s.e. y superaron el aumento de las importaciones que llevan seis trimestres consecutivos de incremento. En tanto, el descenso de la inversión (3% s.e.) respondería, entre otros aspectos, a la menor rentabilidad del sector rural y al incremento de las tasas de interés verificado desde septiembre pasado. Dado el desempeño de la economía en el primer trimestre y que el sector industrial y el agropecuario registrarían en lo que queda del año un crecimiento inferior al inicialmente estimado, el mercado redujo su expectativa de aumento del PIB para 2005 de 3,7% estimado en enero a 3% a fin de junio. Una expansión inferior a la estimada anteriormente impactaría directamente sobre la economía argentina, que tiene a Brasil como uno de los principales destinos de sus exportaciones, esencialmente de Manufacturas de Origen Industrial (MOI; ver Sección V y Apartado 2). Por su parte, la recuperación del empleo se moderó acompañando la evolución de la economía, pero la tasa de desempleo descendió hasta 10,2% en mayo, situándose por debajo del mismo mes del año anterior (12,2%).

<sup>3</sup> El IBGE revisó a la baja el crecimiento de 2004, de 5,2% a 4,9%.

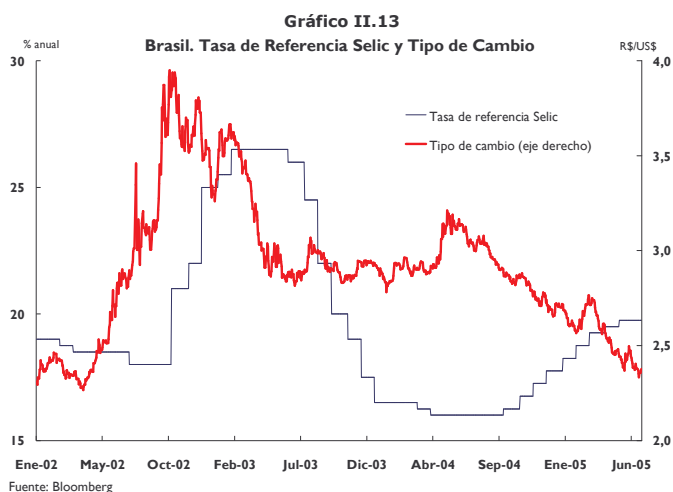


La inflación, medida por el Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA), se desaceleró marcadamente en mayo y junio, tras mantenerse elevada en el primer cuatrimestre del año. El menor encarecimiento de los alimentos y de los bienes y servicios regulados, junto con la caída en el precio de los combustibles, particularmente del alcohol, explicó la reducción en el ritmo de aumento del IPCA. Sin embargo, la inflación en mayo fue 8,1% i.a. y el IPCA acumuló en los primeros cinco meses del año un alza de 3,2%, marcando una trayectoria superior a la meta inflacionaria fijada por el Consejo Monetario Nacional (CMN) para 2005<sup>4</sup>. El índice de inflación subyacente también exhibió una desaceleración en los últimos meses y subió en mayo 7,1% i.a., luego de haber mostrado un alza de 7,9% i.a. en diciembre pasado (ver Gráfico II.12). En este escenario, las estimaciones del mercado para la inflación en 2005 se han ido reduciendo en las últimas semanas y a principio de julio ya se situaban por debajo de 6%.

En este marco y considerando la reciente reducción de los factores de riesgo inflacionario (incremento de la capacidad ociosa, apreciación del real, descenso de las expectativas de inflación y favorable escenario internacional), el Comité de Política Monetaria (Copom) decidió en su reunión de junio interrumpir el ciclo alcista de la tasa de interés de referencia. La tasa Selic se sitúa actualmente en 19,75% y según el consenso de mercado el Copom la mantendría estable hasta septiembre, cuando comenzaría a reducirla para llevarla hasta 18% a fin de año (ver Gráfico II.13). Sin embargo, dada la caída de las expectativas de inflación para los próximos doce meses, la tasa de interés real *ex ante* continuó subiendo en las últimas semanas y superó 14%.

Por otro lado, el creciente superávit de la balanza comercial generado por el continuo incremento de las exportaciones, impulsó en los primeros cinco meses del año un superávit de cuenta corriente de US\$4.065 millones (1,4% del PIB), casi duplicando el resultado de igual período de 2004. En el primer semestre del año, las exportaciones exhibieron un importante crecimiento de 24% i.a. y alcanzaron US\$53.700 millones, motorizado principalmente por un aumento de las cantidades, que subieron en torno a 15% i.a.. Por su parte, el Gobierno continuó cumpliendo su meta de superávit fiscal primario de 4,25% del PIB y acumuló en los primeros cinco meses del año un resultado positivo superior a 6,5%, beneficiado por el alza de la recaudación tributaria. Además, la deuda pública neta mostró una tendencia descendente en lo que va del año y se ubicó en mayo en 50,3% del PIB, significativamente por debajo de fin de 2003 (57,2% del PIB). En este escenario, el *spread* de riesgo soberano que casi alcanzó 500 puntos básicos (p.b.) en abril, cayó hasta niveles en torno a 400 p.b. a fin de junio (ver Gráfico II.14). El real continuó apreciándose durante las últimas semanas y descendió por debajo de 2,40 R\$/US\$, mostrando una valorización nominal con respecto al dólar cercana a 14% en la primera mitad de 2005.

A pesar de que Brasil ha reducido su posición importadora neta de petróleo, un mayor aumento del precio de la materia prima es actualmente uno de los factores de riesgo que podrían perjudicar su crecimiento económico. Una suba adicional de la cotización internacional del petróleo no sólo afectaría indirectamente a Brasil

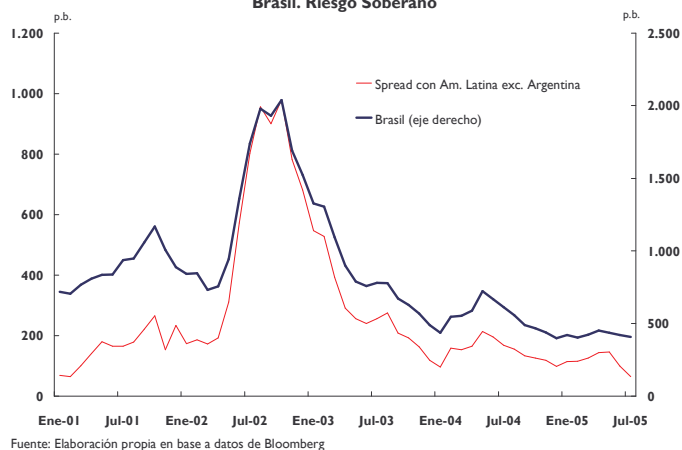


<sup>4</sup> El CMN fijó para 2005 una meta inflacionaria de 4,5%, con un rango de tolerancia de 2,5 p.p.. Tal como informara a fin del año pasado, el Banco Central de Brasil (BCB) trabaja con un centro de meta de 5,1%, porque incorporó parte de la "inercia inflacionaria" de 2004.



a través de una desaceleración de la economía global, sino que también podría impactar directamente al generar mayores presiones inflacionarias que impidan una reducción de las tasas de interés. Por otro lado, la expectativa de que no se acelere el proceso alcista de la tasa de los *Fed Funds* favorece la situación financiera de Brasil, que además es cada vez menos vulnerable a *shocks* externos por la mejora en sus cuentas públicas y externas.

**Gráfico II.14**  
**Brasil. Riesgo Soberano**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

## II.5 Precios de las Materias Primas

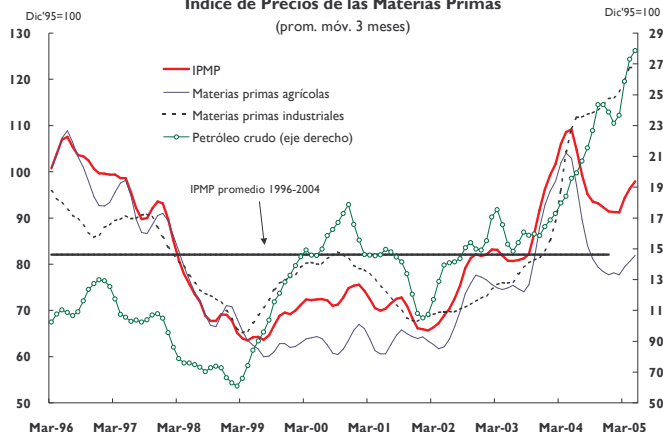
Luego del fuerte aumento de los precios de las materias primas en marzo, las cotizaciones volvieron a bajar en los meses siguientes, destacándose la caída del petróleo. No obstante, en junio la tendencia se revirtió claramente, no sólo por el encarecimiento de la materia prima energética, sino que las alzas de precios fueron generalizadas. De esta forma, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) habría exhibido una suba en el segundo trimestre con respecto al primero, acumulando en lo que va del año un aumento de aproximadamente 10% y finalizando el semestre por encima del promedio del año pasado (ver Gráfico II.15). En un contexto de importante crecimiento económico mundial, particularmente en China que es el principal importador de materias primas, y de incertidumbre geopolítica que podría afectar el mercado de petróleo, los precios de los *commodities* podrían mantener una tendencia firme en lo que resta del año. Así, el IPMP finalizaría 2005 en torno al elevado valor del año pasado y 20% por encima del promedio histórico de la serie.

La incertidumbre sobre la cantidad de lluvias en la zona productora en Estados Unidos impulsó un alza en los precios del complejo sojero hacia fin de junio y, en el corto plazo, la evolución del clima en EE.UU. sería el principal determinante de la tendencia de las cotizaciones. Así, los precios del complejo exhibieron un considerable aumento en junio, destacándose la suba de los porotos (9% mensual). Por su parte, de acuerdo con las últimas estimaciones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA), la campaña sojera mundial 2005/06 exhibiría un leve incremento en relación a la campaña actual, explicado casi totalmente por la mayor producción de Brasil, que aumentaría aproximadamente 20%. Según el USDA, la mayor cosecha respondería fundamentalmente a la mejora de los rindes, ya que la merma en la rentabilidad en el sector generaría una tenue reducción en el área sembrada.

La confirmación de un nuevo caso de Encefalopatía Espongiforme Bovina (EEB) en el estado de Florida en EE.UU. podría impulsar un aumento en la demanda del complejo sojero, dada la necesidad de modificar la alimentación del ganado vacuno. También se detectó un caso de “roya” en ese estado, que aunque no es un gran productor sojero, genera incertidumbre sobre la posibilidad de que el hongo se expanda a otras regiones del país. En este escenario, los precios del complejo sojero podrían exhibir algún incremento adicional a pesar de la expectativa de una mejor cosecha el año próximo.

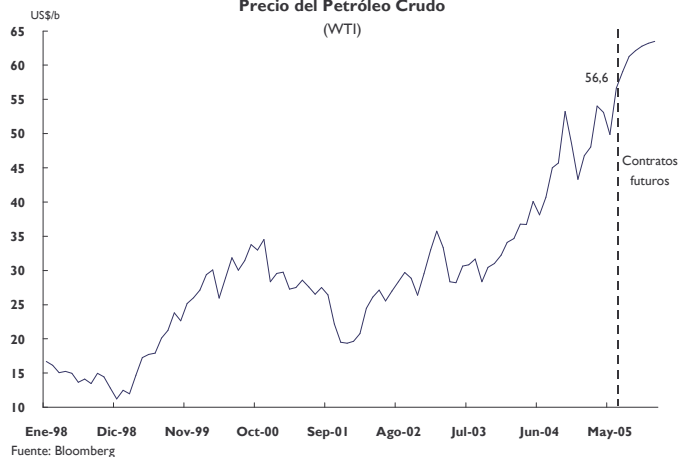
En tanto, las cotizaciones internacionales del maíz y el trigo se mantuvieron prácticamente estables en los últimos meses. Según las estimaciones del USDA, la próxima campaña maicera mundial mostraría una reducción respecto a 2004/05, esperándose caídas en casi todas las regiones, destacándose Europa del Este y América del

**Gráfico II.15**  
**Índice de Precios de las Materias Primas**  
(prom. móv. 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Mundial e INDEC

**Gráfico II.16**  
**Precio del Petróleo Crudo**  
(WTI)



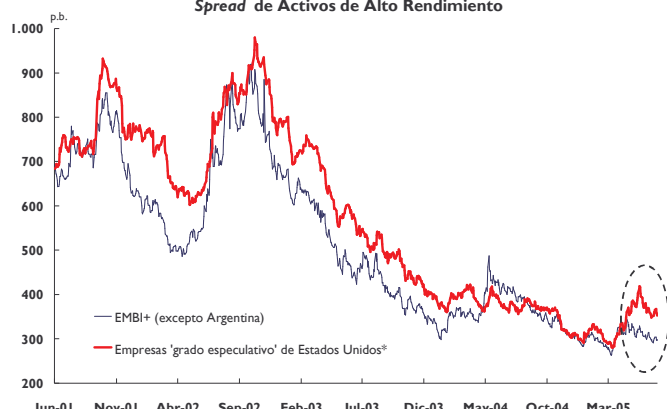
Sur. Además, la menor producción esperada en China podría inducir un incremento en las importaciones de ese país. Las estimaciones del organismo estadounidense también indican una merma en la producción de trigo en la próxima campaña, a pesar del incremento esperado en la producción rusa. El descenso en la cosecha de Australia explicaría la mayor parte de la reducción proyectada. De esta forma, en un escenario de reducción prevista en los *stocks* finales de maíz y trigo, los precios de ambos productos podrían exhibir una tendencia firme en los próximos meses.

Por su parte, las cotizaciones de las materias primas industriales, que en la mayoría de los casos alcanzaron sus máximos de los últimos años, podrían seguir mostrando una tendencia ascendente a pesar del menor crecimiento económico de los países desarrollados occidentales. En particular, la reducción de inventarios en China y la estimación de que el país volvería a expandirse en torno a 9,5% este año, podrían seguir presionando sobre los precios de los metales, particularmente cobre y aluminio.

Por último, el precio del petróleo continúa exhibiendo una importante volatilidad, en un marco de creciente incertidumbre por el lado de la oferta. Tras la caída de mayo, la cotización internacional del barril de petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) mostró en junio una fuerte suba mensual de 13% (ver Gráfico II.16). Así, en el acumulado del primer semestre el precio del barril WTI registró un aumento de 40% i.a. y superó US\$60 hacia fin de junio, marcando un nuevo récord histórico nominal. La expectativa de una demanda creciente, sobre todo de China e India, la evolución de las transacciones especulativas, las restricciones de capacidad existentes especialmente en el sector de refinería y la incertidumbre geopolítica que todavía afecta a Medio Oriente, permiten prever que existen riesgos al alza del precio en los próximos meses.

## II.6 Flujo de Capitales

**Gráfico II.17**  
**Spread de Activos de Alto Rendimiento**



\* Margen de rendimiento entre los bonos de las empresas mejor calificadas ("AAA") y aquellas más riesgosas ("Master")  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Las condiciones financieras internacionales continúan siendo favorables para las economías emergentes, en un contexto donde las tasas de interés de largo plazo en los países centrales se mantienen en niveles históricamente bajos. El rendimiento del bono del Tesoro a 10 años de EE.UU. finalizó la primera parte del año en 4%, luego de haber superado 4,6% a fin de marzo. La caída fue generada, entre otros factores, por la fuerte demanda de los bancos centrales de las economías asiáticas y de los fondos de pensión así como por una probable "fuga a la calidad" dado el deterioro de la calificación crediticia de empresas del sector automotriz de Estados Unidos. Un aspecto relevante de los últimos meses fue la divergencia que se apreció entre la evolución del *spread* soberano de las economías emergentes y de las "empresas riesgosas" estadounidenses (ver Gráfico II.17). En efecto, el *spread* del *Emerging Market Bond Index* (EMBI+) comenzó a descender a partir de mediados de abril, mientras que el *spread* de las "empresas riesgosas" continuó subiendo durante un mes más, afectado principalmente por la calificación negativa mencionada anteriormente. La continua mejora que exhiben las cuentas públicas y externas de las economías emergentes, en un marco de mayor consistencia de las políticas macroeconómicas, las favorables perspectivas económicas y el elevado nivel de los precios de las materias primas, habrían influido significativamente en esta baja.



Además, en las últimas semanas se redujo marcadamente el temor de los mercados a una posible aceleración del ciclo alcista de la tasa de interés de referencia en Estados Unidos. La mediana del consenso de mercado para la tasa de los *Fed Funds* a fin de año se redujo de 4% a 3,75%, impulsada por la desaceleración del ritmo de crecimiento económico y una inflación subyacente que se mantuvo contenida a pesar del continuo ascenso del precio del petróleo. Mientras tanto, se espera que el resto de las economías desarrolladas (zona Euro, Inglaterra y Australia, entre otros) mantengan sus tasas de interés de referencia en los niveles actuales durante los próximos meses. Este escenario continuaría sosteniendo el flujo de capitales hacia las economías emergentes, que aumentaría más de 5% este año impulsada por el incremento de la Inversión Extranjera Directa (IED). En el análisis regional, América Latina y Europa del Este, serían las más beneficiadas en relación con el año anterior.

Con todo, en los últimos meses se habría notado un leve empeoramiento de los factores de riesgo asociados a la evolución del contexto internacional. En particular, una expansión de Brasil inferior a la estimada anteriormente, afectaría directamente sobre la economía argentina. La creciente incertidumbre que genera el mercado del petróleo y su efecto sobre la economía mundial también impactaría negativamente. Sin embargo, se destaca la proyección de que no se acelerará el proceso alcista de la tasa de los *Fed Funds* y así, en términos generales, el contexto internacional continúa favoreciendo a la Argentina.



### III. ACTIVIDAD ECONÓMICA

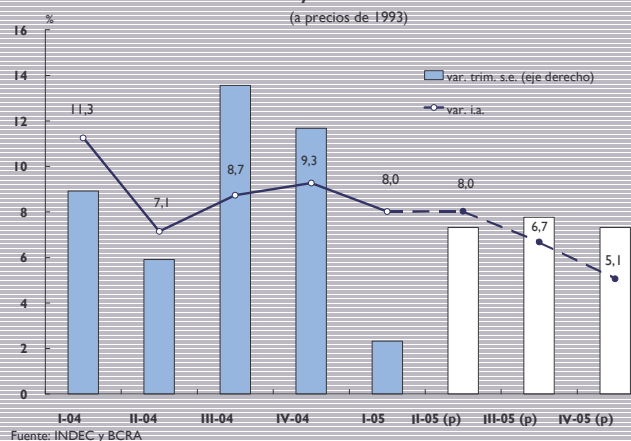
#### III.1 Síntesis

Luego del fuerte impulso registrado en la segunda mitad de 2004, el ritmo de crecimiento de la economía se moderó más de lo esperado en los primeros tres meses del año. Sin embargo, esta evolución habría sido parcialmente revertida en el segundo trimestre, cuando el nivel de actividad recuperó parte del impulso registrado a fines de 2004. A diferencia del año pasado, las empresas no anticiparon producción hacia el primer trimestre, y la evolución trimestral habría reflejado la estacionalidad habitual de la actividad económica. Transcurrido medio año, el arrastre estadístico del PIB para 2005 se ubicaría en torno a 5,6%.

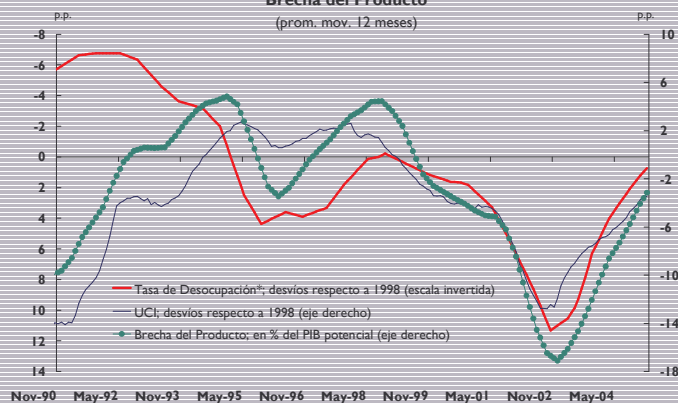
Contrariamente a los dos trimestres anteriores, entre abril y junio el ritmo de crecimiento de la oferta y el gasto habría sido más homogéneo. Por el lado de la oferta, los indicadores adelantados muestran una importante recuperación de la construcción que se suma a la cosecha récord de soja y maíz. La inversión habría vuelto a crecer, aunque a un ritmo más moderado, impulsada por el fuerte aumento del gasto público de capital y el estímulo a la inversión privada. Para la segunda mitad del año se proyecta una recuperación del consumo a partir de una política fiscal estacionalmente más expansiva, que se agrega a la recomposición que muestran los salarios del sector privado.

En 2005 no se están observando grandes restricciones operativas en la economía, excepto en algunos sectores particulares, que de todas formas no afectaron su funcionamiento habitual. Con todo, se mantiene la proyección de crecimiento real del PIB para el año por encima de 6,5%. El principal riesgo que enfrenta la economía es que una sobreestimulación de la demanda supere las posibilidades de producción, en un marco de reducción de la brecha del Producto.

**Gráfico III.1**  
Trayectoria del PIB  
(a precios de 1993)



**Gráfico III.2**  
Brecha del Producto  
(prom. mov. 12 meses)



\* Corregida por planes de empleo

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y FIEL

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

Series desestacionalizadas	I-04/ IV-03	II-04/ I-04	III-04/ II-04	IV-04/ III-04	I-05/ IV-04	II-05/ I-05
PIB	2,0	1,3	3,0	2,6	0,5	
EMAE (Proxy mensual del PIB) (*)	1,7	0,8	3,2	2,9	1,2	0,9
<b>Indicadores de Oferta</b>						
Industria (EMI) (**)	4,7	-1,0	2,6	2,0	2,0	1,6
Construcción (ISAC) (**)	6,0	0,8	0,6	3,4	0,5	5,7
Servicios Públicos (**)	6,0	4,8	5,6	8,7	4,3	2,6
<b>Indicadores de Demanda</b>						
Consumo						
Importaciones de Bienes de Consumo (**)	5,6	5,3	3,3	6,1	8,3	5,3
Ventas Supermercados (cantidades) (**)	1,8	2,0	0,5	2,7	1,7	1,0
Ventas Centros de Compras (cantidades) (**)	4,6	7,8	-0,3	5,3	3,2	0,6
Ventas de Autos (**)	22,6	18,5	5,4	-1,5	15,9	10,8
IVA DGI a precios constantes	10,9	-2,7	1,8	0,7	2,6	2,1
Inversión						
Importaciones de Bienes de Capital (**)	46,1	-8,0	17,1	10,1	-0,9	12,4
Construcción (ISAC) (**)	6,0	0,8	0,6	3,4	0,5	5,7
<b>Exportaciones Netas</b>						
Exportaciones (**)	6,4	1,3	5,5	5,6	0,7	2,3
Importaciones (**)	23,9	5,7	4,2	7,8	11,0	7,3

(\*) La variación del segundo trimestre de 2005 se calcula manteniendo constante el nivel de abril

(\*\*) La variación del segundo trimestre de 2005 se calcula manteniendo constante el nivel promedio de abril y mayo

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

## III.2 Componentes del Gasto

Luego del fuerte impulso observado en la segunda mitad del año pasado, en el primer trimestre de 2005 el crecimiento de la economía mostró una importante desaceleración, incluso mayor a la esperada. El PIB exhibió un aumento de 0,5% desestacionalizado (s.e.; 8% interanual -i.a-) y dejó un arrastre estadístico para 2005 de 4,2%, por debajo del 5,5% que marcaban las proyecciones iniciales. La expansión de la economía en el primer trimestre estuvo explicada principalmente por las Exportaciones Netas (XN) y en segundo lugar por el Consumo Privado, en tanto que la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) contribuyó negativamente a la evolución del PIB (ver Gráfico III.3).

Los indicadores anticipados del segundo trimestre muestran una recuperación del crecimiento e incluso no se descarta una corrección hacia arriba de los resultados del primer trimestre. Así, se mantiene la proyección para el año de un aumento real del PIB superior a 6,5% (ver Cuadro III.1). Esta estimación contempla que la economía tiende a normalizar su ritmo de crecimiento con relación al registrado en los dos años previos, en la medida en que se agota la capacidad instalada disponible. El aumento real del PIB estaría de esta forma más en línea con la tasa de inversión actual.

### Inversión

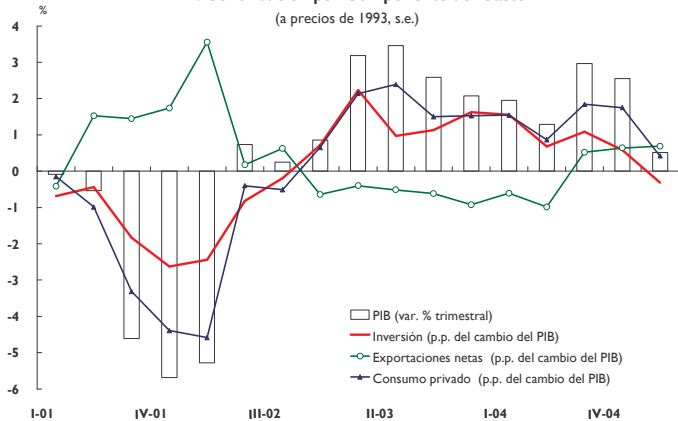
En los primeros tres meses del año la IBIF mostró una caída desestacionalizada que alcanzó a 1,7%, la primera en nueve trimestres. Sin embargo, en términos interanuales se registró una suba de 13,9%, significativamente por debajo de la dinámica que venía registrando la inversión en el último año, cuando exhibió en promedio, un aumento de 34,4%. La caída trimestral estuvo explicada por el menor dinamismo de la incorporación de equipo durable al proceso productivo y por una reducción del crecimiento de la actividad de la construcción, registrando en ambos casos aumentos de 15,9% y 12,7% i.a. (ver Gráfico III.4). Esta trayectoria se reflejó en una disminución en el margen del ratio de inversión-PIB, que alcanzó 17,2% a precios constantes, aunque se ubicó 0,9 puntos porcentuales (p.p.) por encima del registrado un año atrás. Si bien este nivel de inversión alcanza para compensar la depreciación del *stock* de capital, no sería suficiente para postergar el cierre de la brecha del Producto que podría efectivizarse antes de finalizar el año (ver Gráfico III.5 y III.7).

La inversión continuó siendo financiada con ahorro privado, aunque se observa en el margen una disminución en el financiamiento local al resto del mundo en la medida en que se reduce el superávit de la Cuenta Corriente (ver Sección V). Asimismo, volvió a advertirse un cambio en la composición del ahorro interno con una mayor participación del Sector Público en detrimento del ahorro del Sector Privado, que de todas formas continúa ubicándose en niveles elevados (ver Gráfico III.6). A diferencia del cuarto trimestre de 2004, cuando parte del aumento del consumo fue provisto con producción de períodos anteriores, en los primeros tres meses se habría registrado una acumulación de *stocks* según surge de la evolución de la discrepancia estadística de las Cuentas Nacionales. Sin embargo, este aumento de inventarios mostraría grandes diferencias en relación con lo ocurrido en igual período del año pasado, cuando se produjo un adelantamiento de la producción al primer trimestre por las expectativas de escasez de

**Gráfico III.3**

**PIB. Contribución por Componente del Gasto**

(a precios de 1993, s.e.)

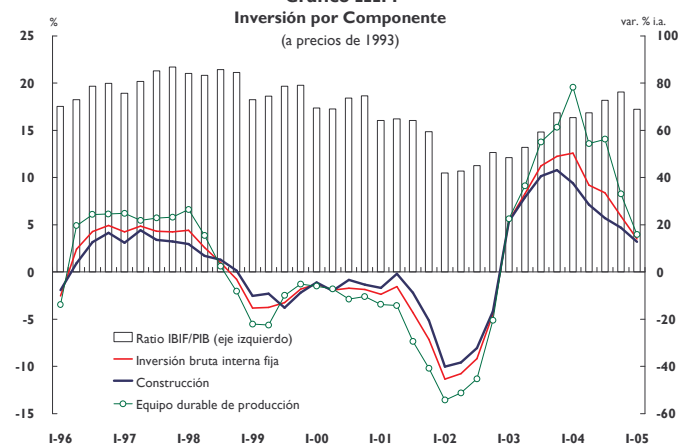


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Gráfico III.4**

**Inversión por Componente**

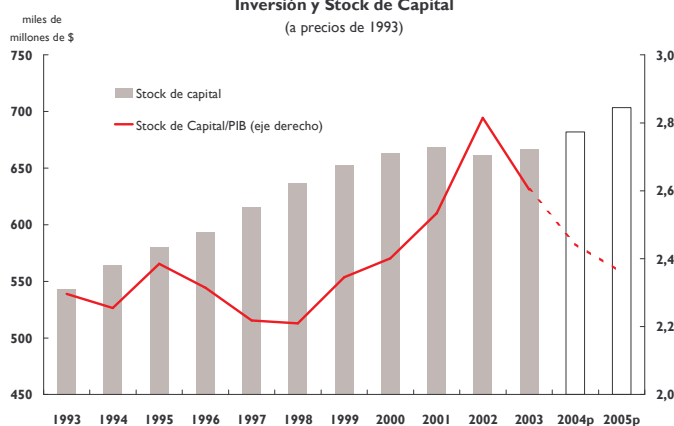
(a precios de 1993)



Fuente: INDEC

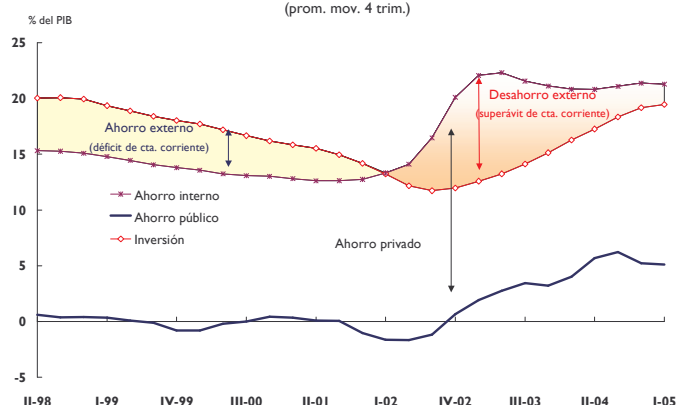


**Gráfico III.5**  
**Inversión y Stock de Capital**  
(a precios de 1993)



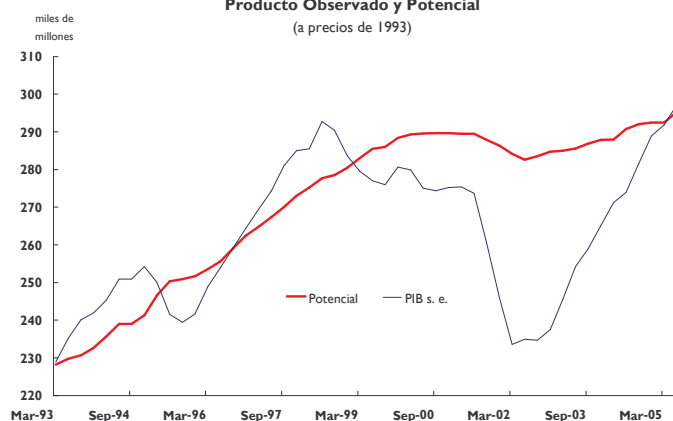
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Gráfico III.6**  
**Composición del Ahorro**  
(prom. mov. 4 trim.)



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

**Gráfico III.7**  
**Producto Observado y Potencial**  
(a precios de 1993)



Fuente: INDEC y BCRA

recursos energéticos durante el invierno, dado que la acumulación de *stocks* habría sido significativamente menor.

El capital propio continuaría aportando una parte significativa al financiamiento de la inversión, pero se observa además un incremento en otras fuentes de financiamiento, particularmente el crédito externo e interno. A nivel interno, el crédito sigue en expansión, aunque desde niveles que continúan siendo muy bajos, con tendencia al alargamiento en los plazos (ver Sección VII). A nivel externo, la Inversión Extranjera Directa (IED) continúa aumentando considerablemente, aunque a un ritmo menor al registrado en el primer trimestre del año pasado por la mayor cancelación de deudas con casas matrices, dado que tanto la reinversión de utilidades de las firmas como los aportes de capital de las sedes centrales, exhibieron aumentos en el período. La contrapartida es un avance en la reestructuración de las deudas privadas externas, y actualmente casi no se registran flujos por atrasos en el pago de intereses ni amortizaciones (ver Sección V). Adicionalmente, se observó un aumento de los créditos de Instituciones Financieras Internacionales (IFI) destinados a financiar inversiones del Sector Privado no Financiero.

Si bien es razonable esperar una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la inversión, se considera que la caída desestacionalizada del primer trimestre habría estado exacerbada por la elevada base de comparación registrada a principios del año pasado, que se revertiría en los próximos trimestres.

La construcción recobró desde abril un importante crecimiento en su nivel de actividad, impulsada principalmente por la obra pública, aunque también por las construcciones residenciales y demás obras ligadas a la expansión del sistema energético. El presupuesto del Gobierno Nacional destinado a inversión en infraestructura continúa con una ejecución de acuerdo a lo establecido, que duplica la de 2004 y es factible que se acelere a lo largo del tercer trimestre. Asimismo, se puso en marcha el plan energético que apunta a ampliar el sistema de transporte y generación de gas y electricidad. Para los próximos dos años, el Gobierno anunció importantes inversiones por US\$1.400 millones, financiadas conjuntamente con el Sector Privado.

Además, se implementaron y ampliaron los mecanismos de estímulo a la inversión privada. A los cupos para 2005 asignados en abril correspondientes a la Ley de Promoción de Inversiones en Bienes de Capital y Obras de Infraestructura (N° 25.924) se adicionaron otras medidas que apuntan al mismo objetivo. Entre ellas se destacan la devolución del saldo técnico de IVA de los últimos cinco años, siempre que el mismo haya sido generado por procesos de inversión (Decreto N° 379/2005), el reintegro a las empresas automotrices de la deuda remanente del Plan Canje, así como también el plan de fomento para la fabricación local de autopartes, medidas siempre sujetas a la realización de inversiones y a la adjudicación de los cupos.

Finalmente, y aún en un contexto donde las señales de precios son menos positivas que las de un año atrás, los elevados rindes de la agricultura impulsaron nuevas inversiones en el sector, tanto en la producción primaria, como en la agroindustria. Se destaca la concreción de inversiones en el sector oleaginoso, con nuevas plantas de molienda y obras de infraestructura. Lo mismo ocurre en

los frigoríficos, donde la apertura de los mercados internacionales también fomentó nuevas inversiones.

De este modo, y a pesar de la caída registrada de la inversión en el primer trimestre, se mantiene la proyección de un aumento anual en torno a 14%, ubicándose la tasa de inversión a fin de año en 19,8% del PIB a precios constantes. La mejora en el clima de negocios luego del canje de la deuda pública, el aumento de la obra pública y la puesta en marcha de nuevos mecanismos fiscales de estímulo, en un contexto de mayor acceso al crédito externo e interno, impulsarían esta recuperación.

### Consumo

El consumo se expandió a lo largo del primer trimestre a una tasa inferior a las registradas en los últimos dos años. En particular, el Consumo Privado mostró una importante desaceleración en relación a la expansión de la segunda mitad de 2004 y luego de aumentar 2,7% s.e. trimestral, en los primeros tres meses de 2005 subió 0,6% s.e., levemente por encima del crecimiento de la economía. El Consumo Público mostró, en cambio, una leve caída desestacionalizada que podría estar explicada en parte por la elevada base de comparación del cuarto trimestre que computó el aumento del gasto en las provincias y la Nación.

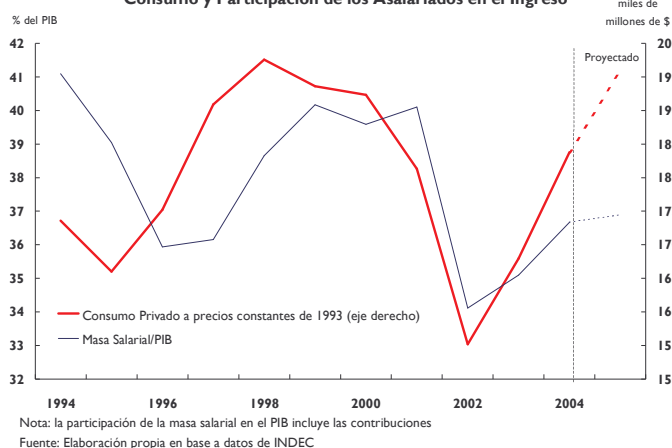
La desaceleración del Consumo Privado fue mayor a la esperada, e incluso a la que marcaban los indicadores adelantados. De algún modo, el aumento registrado en los salarios reales de la economía y el remanente de las transferencias (pagos de adicionales a jubilados y perceptores de planes de empleo) no fue trasladado a mayor consumo. La evolución podría estar explicada por la caída del empleo que muestran las cifras de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) y la contracción fiscal generada, en parte, por el traslado a los primeros cinco meses del corriente año de vencimientos del Impuesto a las Ganancias. También habría influido sobre los sectores informales el aumento de los precios registrado en el primer trimestre (ver Sección IV y VI).

Sin embargo, se espera que en los meses siguientes esta leve desaceleración sea parcialmente revertida y la expansión del consumo se ubique más en línea con la recuperación proyectada de la masa salarial. Ya en el segundo trimestre, algunos indicadores adelantados, como la recaudación del IVA DGI, muestran una recuperación en el ritmo de crecimiento del consumo. Adicionalmente, en el segundo semestre seguiría mejorando el poder adquisitivo de la población a partir de los acuerdos de salarios a través de paritarias y de la política de ingresos del Gobierno (que incluye el alza de los salarios del sector público y las jubilaciones; ver Sección VI y Apartado 1). Precisamente, la evolución del consumo se circunscribe a un contexto donde las oportunidades de inversión financiera continúan reducidas y con expectativas de aumento en los precios. De este modo, el año finalizaría con una expansión del consumo privado en torno a 6,4%.

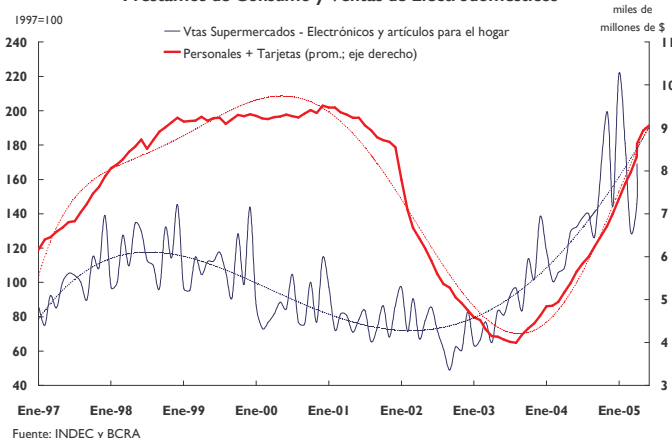
### Exportaciones Netas

Por tercer trimestre consecutivo las XN aportaron en forma positiva al crecimiento de la economía, resultando el principal componente del Gasto en impulsar el crecimiento del PIB en el primer trimestre. Esta dinámica se explicó por un incremento significativo en las

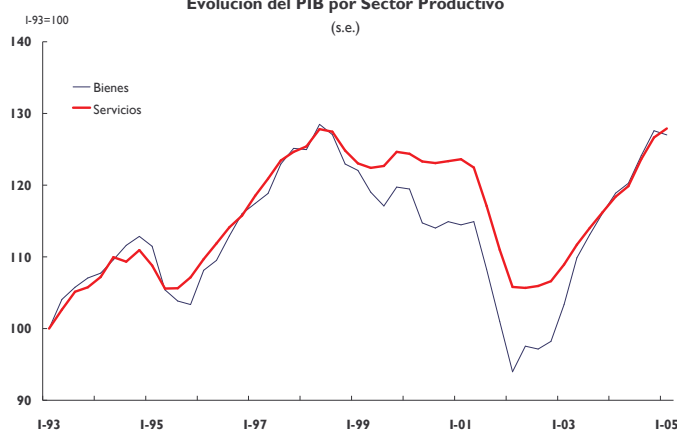
**Gráfico III.8**  
Consumo y Participación de los Asalariados en el Ingreso



**Gráfico III.9**  
Préstamos de Consumo y Ventas de Electrodomésticos

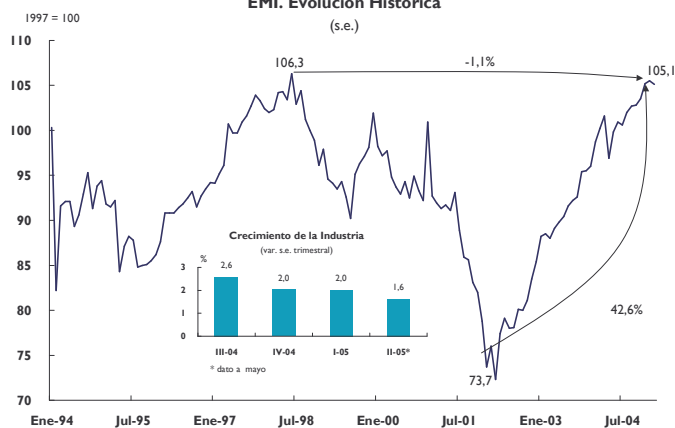


**Gráfico III.10**  
Evolución del PIB por Sector Productivo  
(s.e.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Gráfico III.11**  
EMI. Evolución Histórica  
(s.e.)



Fuente: INDEC

**Cuadro III.2**  
EMI. Evolución Sectorial  
(en %)

Bloques	var. trim. s.e.					UCI
	II-04	III-04	IV-04	I-05	II-05*	
Industrias metálicas básicas	-3,3	3,5	7,1	-1,1	2,5	98,0
Papel y cartón	-6,0	8,2	2,0	0,5	3,8	85,1
Refinación del petróleo	-2,5	3,6	-1,2	0,1	-4,6	84,1
Productos textiles	2,2	3,7	-0,7	1,4	3,3	81,9
Sustancias y productos químicos	-0,5	3,3	0,2	4,0	-0,8	75,9
Edición e impresión	-4,3	3,5	2,1	4,6	3,9	75,8
Productos alimenticios y bebidas	1,1	0,6	0,6	3,9	-0,8	71,8
Prod. de caucho y plástico	-4,1	9,3	-0,8	0,8	3,7	66,4
Resto de la metalmecánica	3,6	-0,6	0,1	3,7	3,7	64,0
Productos de tabaco	-15,8	4,7	-2,5	-2,2	0,2	60,6
Prod. minerales no metálicos	0,4	5,1	2,6	3,2	5,8	57,2
Vehículos automotores	5,6	9,7	11,8	0,0	8,3	42,3
<b>EMI</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>71,0</b>

\* dato a mayo

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

cantidades exportadas, simultáneamente con una leve caída desestacionalizada del volumen de compras externas (ver Sección V).

Las exportaciones exhibieron un aumento de 4,5% s.e. como consecuencia del incremento de las ventas externas en todos sus rubros y, en especial, de los Productos Primarios a partir de la excelente cosecha (que superó todas las estimaciones del mercado) y de la salida de existencias de trigo de períodos anteriores.

De acuerdo a los datos preliminares del segundo trimestre, las XN habrían contribuido negativamente al crecimiento del PIB, debido a la recuperación de las importaciones y al menor incremento de las exportaciones. Este menor crecimiento de las ventas externas se explicaría, fundamentalmente, por la mayor base de comparación del primer trimestre, período en el que se registró la mencionada salida de existencias de trigo, a pesar de la concentración en el segundo trimestre de la exportación de la cosecha de soja.

Para este año, el aporte de las XN volvería a ser negativo, pero sensiblemente menor al de los dos años previos. Las importaciones mostrarían una desaceleración respecto a 2004, alcanzando un crecimiento de 16% en cantidades, que se explicaría por la normalización del ciclo económico, en conjunto con una menor elasticidad importaciones-producto. Las exportaciones se incrementarían en torno a 12%, impulsadas por la cosecha récord y la expansión sostenida de las ventas externas de Manufacturas de Origen Industrial.

### III.3 Comportamiento de la Oferta

Desde el punto de vista de la oferta, la desaceleración del Producto en el primer trimestre respondió al menor crecimiento del sector de servicios y a una leve caída en la producción de bienes (ver Gráfico III.10).

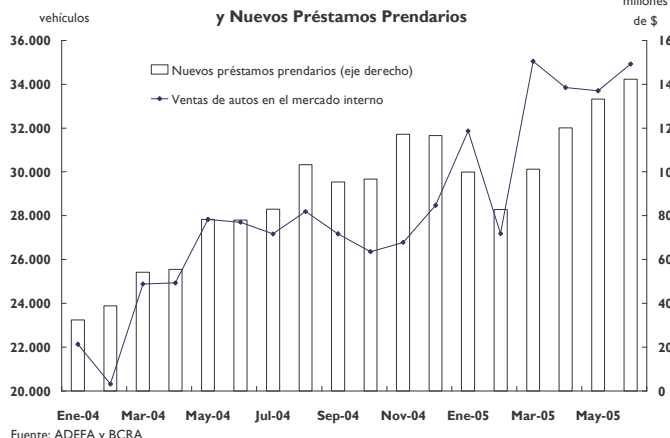
El sector productor de bienes descendió 0,5% s.e. en el primer trimestre por la retracción de la actividad de la construcción y un menor dinamismo de la industria. En tanto, el sector productor de servicios se expandió 1,0% s.e., destacándose la dinámica exhibida por el sector de intermediación financiera, que por primera vez desde la salida de la crisis, registró dos trimestres consecutivos de crecimiento. De acuerdo a los indicadores adelantados, en el segundo trimestre se prevé una suba del nivel de actividad aportado por el mejor desempeño de los sectores productores de bienes, liderados por la industria, la construcción y el agro.

#### Industria

La industria, de acuerdo con los datos del Estimador Mensual Industrial (EMI), continuó creciendo por cuarto período consecutivo en el segundo trimestre y se ubicó en los máximos niveles históricos (ver Gráfico III.11). En dos meses creció 1,6% s.e. y, a diferencia de lo ocurrido durante el año pasado, contribuiría de manera positiva al crecimiento de la economía en el segundo trimestre. Esta diferencia estaría originada por el comportamiento más balanceado entre los trimestres del corriente año y a que no se observó un adelantamiento de la producción como en 2004, que habría respondido a las expectativas de restricciones en el sistema energético.



Gráfico III.12

Ventas de Autos en el Mercado Interno  
y Nuevos Préstamos Prendarios

En abril y mayo el crecimiento fue impulsado, principalmente, por la fabricación de automotores y la producción de minerales no metálicos (ligada a la evolución de la construcción) a lo cual se adicionó un buen comportamiento de otros rubros orientados al consumo interno (ver Cuadro III.2).

El sector automotriz creció 8,3% s.e. en el segundo trimestre y tomó nuevamente impulso luego de mantenerse estancado durante el primero. El dinamismo del sector permanece apuntalado por el alza de las ventas, tanto externas como internas. En los próximos meses se prevé que los precios del sector vuelvan a aumentar, pero esta suba no impediría que las ventas continúen firmes en un marco de aumento de la masa salarial y, en menor medida, crecimiento del crédito prendario (ver Gráfico III.12). Asimismo, la producción nacional se vería beneficiada por la devolución de la deuda que mantenía el Gobierno por el Plan Canje y la instrumentación de un régimen de reintegros por la compra de autopartes nacionales. La principal fuente de incertidumbre que pesa sobre el sector responde a la continuidad de los acuerdos de intercambio con diversos países, entre ellos México y Brasil.

El sector metalmecánico se vio favorecido por la cosecha agrícola más alta de la historia, que impactó positivamente sobre la fabricación de maquinaria agrícola. En la producción de bienes destinados al consumo interno se destacan los incrementos de sectores como papel y cartón, edición e impresión y textiles, que alcanzaron los mayores niveles productivos post-convertibilidad y llevaron a la industria a los registros de actividad más altos de los últimos 12 años. En contraste, las caídas observadas durante el trimestre estuvieron centradas en la refinación de petróleo y sustancias y productos químicos. En ambos casos, este comportamiento obedecería a paradas de planta por mantenimiento.

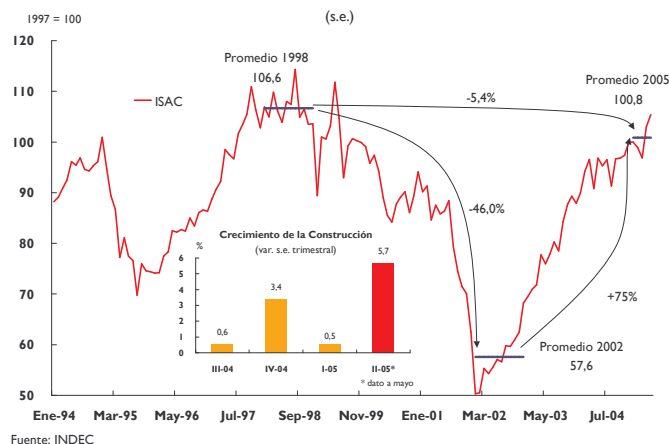
Gráfico III.13

Productividad en la Industria  
(s.e.)

La utilización de la capacidad instalada (UCI) de la industria se ubicó en 71,0% en el segundo trimestre, creciendo 1,5 p.p. respecto al primero. La suba fue explicada por sectores como la industria automotriz, el resto de la industria metalmecánica y los productos textiles. Durante el trimestre se registraron nuevas inversiones que incrementaron el acervo productivo en sectores como alimentos y bebidas (sector oleaginoso) y producción de caucho y plástico. Algunas ramas puntuales, como las industrias metálicas básicas y en la refinación de petróleo, están operando en el límite de su capacidad. Sin embargo, en la industria metálica existen anuncios de inversiones ligadas a los beneficios otorgados por el Gobierno. En refinación de petróleo se está incentivando la exploración, pero aún no se observan aumentos en la capacidad de industrialización.

Durante el primer trimestre se verificó un nuevo incremento de la cantidad de obreros de la industria, que superó al aumento desestacionalizado de la producción manufacturera, determinando que por tercer trimestre consecutivo se registrara una caída en la productividad por obrero (ver Gráfico III.13). No obstante, la productividad de la industria se encuentra en niveles elevados y acumula una expansión de casi 20% desde la salida de la Convertibilidad. Por su parte, los salarios industriales registraron un alza de 1,3% en el trimestre, inferior al de los salarios en el resto de la economía. Esta menor suba estaría explicada por la existencia de cláusulas de absorción de los incrementos salariales definidos por

**Gráfico III.14**  
Construcción. Evolución Histórica  
(s.e.)



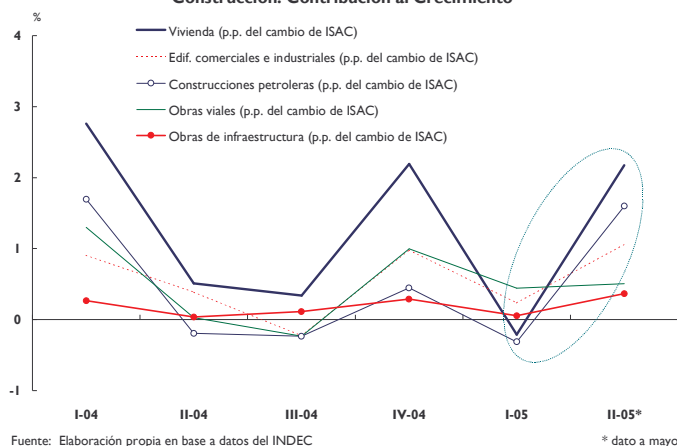
decreto, en las negociaciones realizadas por los obreros industriales durante la segunda mitad de 2004.

Con todo, la perspectiva de crecimiento de la industria continúa siendo favorable y se espera que por tercer año consecutivo el aumento del nivel de la actividad manufacturera supere al promedio de la economía, aunque con menor holgura.

### Construcción

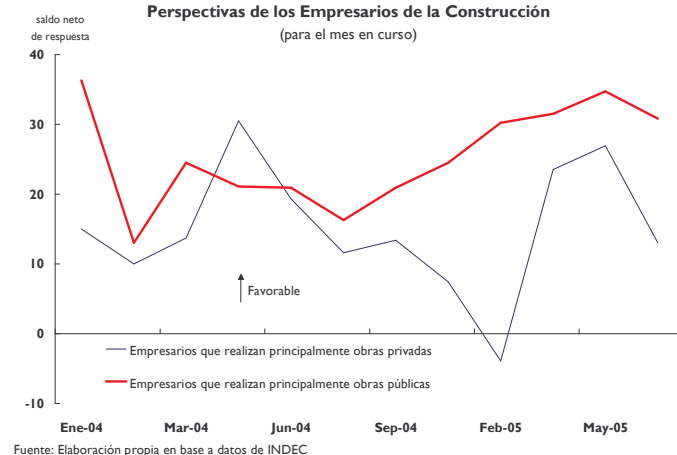
La construcción volvió a crecer fuertemente durante el segundo trimestre, de acuerdo a la tendencia que exhibió el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC). En abril y mayo la expansión fue de 5,7% s.e., la más alta desde el primer trimestre de 2004 (ver Gráfico III.14). De esta forma la construcción contribuiría con un incremento de 0,3 p.p. al crecimiento del PIB en el trimestre. La aceleración fue originada principalmente en el aumento de las construcciones petroleras y de las viviendas, sectores que habían registrado una caída en el primer trimestre del año (ver Gráfico III.15).

**Gráfico III.15**  
Construcción. Contribución al Crecimiento



La construcción de viviendas fue beneficiada por la mayor cantidad de desarrollos inmobiliarios urbanos que se vienen registrando en los últimos meses, tanto de origen privado como estatal. Los proyectos inmobiliarios privados se vieron favorecidos por el encarecimiento de los alquileres, en conjunto con las mejores disponibilidades de crédito y el aumento de los salarios formales. En particular, la ampliación del período de amortización de los préstamos con garantía real que se registró en los últimos meses, posibilita un mayor acceso al crédito, ya que se reduce la relación cuota-ingreso. La vivienda pública, por su parte, aceleró su crecimiento a partir de la puesta en marcha de las diversas licitaciones realizadas a principio de año por las provincias y el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires. En este segmento se estaría verificando un cambio estructural en el tipo de viviendas que se están realizando. Pasado el período de la consolidación de la economía, comienzan a desarrollarse nuevos proyectos inmobiliarios selectivos en zonas periféricas (con menor costo del terreno) a diferencia de los realizados en la primera etapa de recuperación del sector que se concentraban en las zonas de mayor poder adquisitivo.

**Gráfico III.16**  
Perspectivas de los Empresarios de la Construcción  
(para el mes en curso)

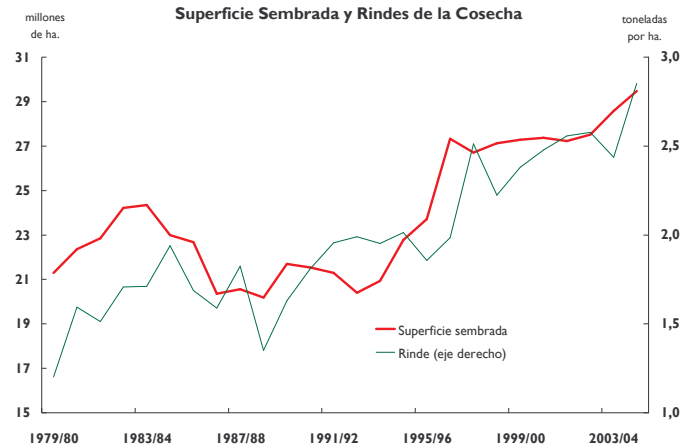


Las obras del sector de petróleo y gas se incrementaron 18,1% s.e. en el trimestre por la aceleración de la terminación de pozos, el desarrollo de nuevos yacimientos en ultramar y la ampliación de los gasoductos Norte y Sur. Se espera que en los próximos meses continúe creciendo la construcción, a partir de los incentivos otorgados por el Gobierno para la exploración y explotación de hidrocarburos. El plan está constituido por incentivos fiscales para la exploración de áreas nuevas y ya otorgadas, que deberán ser realizadas en conjunto con la empresa nacional de energía (Energía Argentina S.A.; ENARSA).

Por su parte, las nuevas inversiones y la continuidad de las construcciones iniciadas a fin de 2004 relacionadas con la industria, el agro y el comercio, permitieron que el incremento en el segmento de edificaciones no destinadas a viviendas alcanzara a 5,8% s.e. en el segundo trimestre. Las obras públicas continuaron aportando positivamente al crecimiento de la construcción como en los tres trimestres previos. El aumento de las obras de

Gráfico III.17

## Superficie Sembrada y Rindes de la Cosecha



Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAGPyA

infraestructura es explicado por las inversiones realizadas dentro del marco de Plan Energético, en redes de transporte eléctrico principalmente. En los próximos meses el nivel de actividad se mantendría elevado a partir de la realización de las dos nuevas centrales térmicas generadoras de electricidad, la ampliación de Yacyretá y la finalización de Atucha II.

Las expectativas de los empresarios sobre el nivel de actividad son positivas de acuerdo a la encuesta del INDEC y otras fuentes privadas (ver Gráfico III.16). Asimismo, como viene sucediendo en el año, permanece un sesgo más positivo para los empresarios que construyen obras públicas en vistas a la mayor cantidad de proyectos presupuestados tanto por el Gobierno Nacional como por los gobiernos provinciales.

En este contexto, se estima que la construcción mantendrá el dinamismo en el tercer trimestre y el resto del año, impulsada principalmente por la obra privada y la mayor ejecución de obras públicas.

## Sector Agropecuario

El sector agrícola continuó creciendo a lo largo del segundo trimestre en el marco del fuerte incremento de la cosecha. El sector pecuario aumentó su producción en el período, impulsado por el buen desempeño exportador, en un contexto donde se redujo el consumo interno ante los mayores precios.

El agro se vio beneficiado por el desarrollo climático y una importante inversión en tecnología que permitió a los productores obtener muy buenos rindes en la campaña 2004/05 (ver Gráfico III.17). Así, se logró una cosecha récord que superó 84,1 millones de toneladas, casi 21% por encima del año previo, impulsado principalmente por la soja, el maíz y el trigo (ver Gráfico III.18). El resto de los cultivos, con la excepción de la cebada cervecera y el arroz, también exhibirían nuevos incrementos en los volúmenes a cosechar.

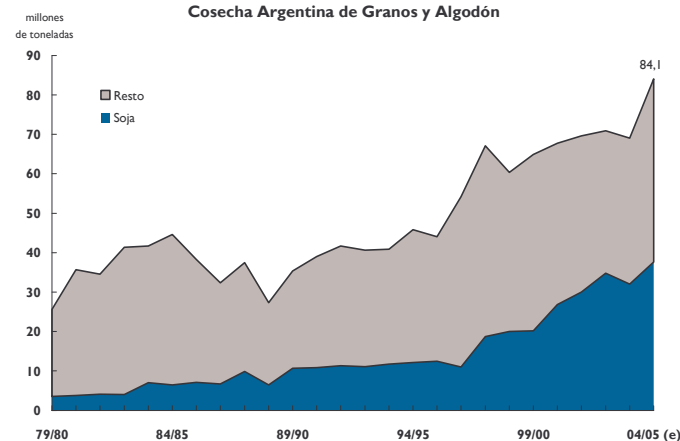
El aumento en las cantidades fue acompañado por una nueva suba de los precios de los productos primarios en el segundo trimestre, generada, entre otros aspectos, por la volatilidad provocada por la situación climática en el hemisferio norte. De esta forma, y a pesar de que los precios de los productos primarios aún se encuentran por debajo del año pasado, el valor de las exportaciones superaría el observado durante 2004 (ver Sección V).

Para la próxima campaña se proyecta que la superficie sembrada de trigo se reduzca aproximadamente 7% y alcance 5,7 millones de hectáreas. El déficit hídrico de una gran parte de la zona pampeana provocó el retraso en la implantación del cultivo y a principio de julio sólo se había sembrado 42,2% de la superficie, frente a 58,1% en la misma fecha del año pasado.

La producción pecuaria aceleró su crecimiento en el segundo trimestre dada la mayor comercialización de ganado, que se había retenido, en la medida que se avecinaba el invierno y disminuían las pasturas (ver Sección VIII). Luego de incrementarse sólo 1% i.a. en el primer trimestre, la faena de carne bovina registró en el bimestre abril-mayo un aumento de 10% i.a. en volumen, fundamentalmente impulsada por el mayor peso de los animales

Gráfico III.18

## Cosecha Argentina de Granos y Algodón



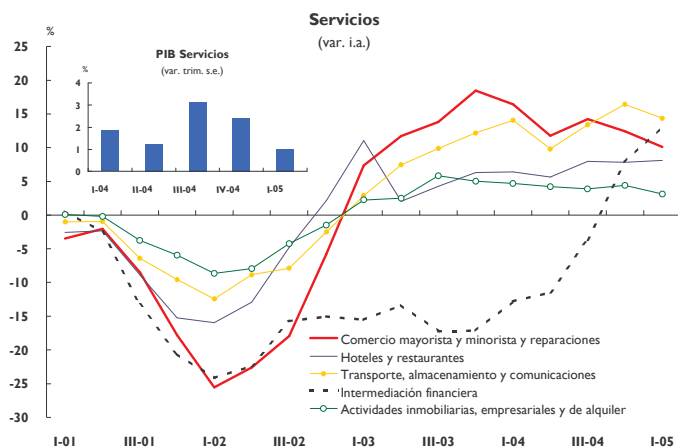
Fuente: Elaboración en base a datos de SAGPyA y estimaciones propias

Cuadro III.3  
Producción de Granos y Algodón

	2004-05		2003-04		Var % 2004-05 / 2003-04	Dif. tns 2004-05 / 2003-04
	miles tn.	Estructura %	miles tn.	Estructura %		
<b>Cereales</b>	<b>40.976</b>	<b>48,7%</b>	<b>34.181</b>	<b>49,1%</b>	<b>19,9%</b>	<b>6.795</b>
Maiz	19.500	23,2%	15.000	21,5%	30,0%	4.500
Trigo	16.000	19,0%	14.560	20,9%	9,9%	1.440
Sorgo granifero	2.900	3,4%	2.160	3,1%	34,3%	740
Arroz	1.050	1,2%	1.060	1,5%	-0,9%	-10
Cebada cervecera	886	1,1%	1.000	1,4%	-11,4%	-114
Avena	508	0,6%	332	0,5%	53,0%	176
Centeno	89	0,1%	37	0,1%	140,5%	52
Otros	43	0,1%	32	0,0%	34,4%	11
<b>Oleaginosas</b>	<b>42.672</b>	<b>50,8%</b>	<b>35.095</b>	<b>50,4%</b>	<b>21,6%</b>	<b>7.577</b>
Soja	38.500	45,8%	31.577	45,4%	21,9%	6.923
Girasol	3.650	4,3%	3.160	4,5%	15,5%	490
Maní	410	0,5%	293	0,4%	39,9%	117
Otros	112	0,1%	65	0,1%	72,6%	47
<b>Algodón</b>	<b>415</b>	<b>0,5%</b>	<b>350</b>	<b>0,5%</b>	<b>18,6%</b>	<b>65</b>
<b>Total</b>	<b>84.063</b>	<b>100%</b>	<b>69.626</b>	<b>100%</b>	<b>20,7%</b>	<b>14.437</b>

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

Gráfico III.19



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

faenados. Por su parte, las exportaciones fueron beneficiadas en el período por la reapertura del importante mercado chileno y el alza de la demanda rusa. También fue anunciada la apertura del mercado chino, que podría generar un fuerte impulso adicional a las ventas externas en el mediano plazo. De acuerdo al SENASA, en los primeros cinco meses del año las exportaciones se incrementaron 36,5% en volumen y 38,2% en valor. Por su parte, la producción de lácteos exhibió un incremento de 6,5% i.a. en el segundo trimestre. Sin embargo, las malas condiciones de las pasturas por falta de humedad, podría afectar los niveles productivos de los tambos en el tercer trimestre y acelerar el ingreso de los animales en los círculos comercializadores.

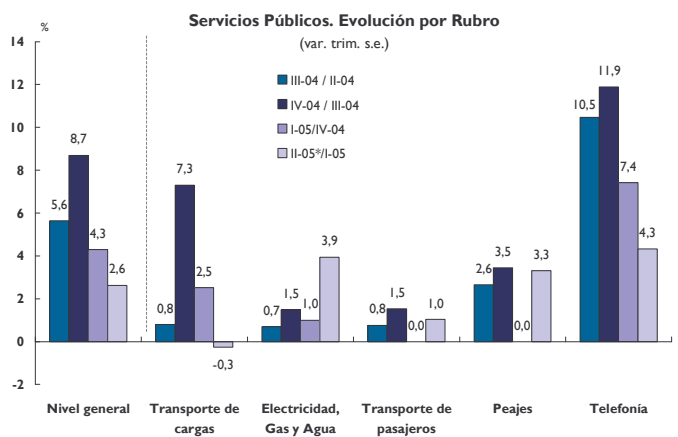
### Servicios

La actividad del sector servicios aumentó 1,0% s.e. en el primer trimestre, registrando una desaceleración respecto a los resultados obtenidos en los trimestres previos. Según estimaciones propias, la menor dinámica correspondió a las disminuciones en la expansión en Transporte, almacenamiento y comunicaciones y Comercio, que habían liderado al sector en los trimestres anteriores, y a la caída de las Actividades inmobiliarias y la Administración pública. Por su parte, la Intermediación financiera consolidó su recuperación y fue el sector que generó la mayor contribución al crecimiento en el período (ver Gráfico III.19).

El Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) subió 2,6% s.e. en el segundo trimestre (con datos hasta mayo) y volvió a mostrar una desaceleración en su ritmo de crecimiento, como resultado de la paulatina maduración del mercado de telefonía celular y las restricciones operativas de algunos servicios para ampliar su oferta, como transporte de cargas (ver Gráfico III.20).

Los servicios telefónicos nuevamente fueron los que impulsaron el crecimiento en los meses de abril y mayo con respecto al primer trimestre y subieron 4,3% s.e.. Sin embargo este aumento fue inferior al 9,7% s.e. promedio de los cuatro trimestres previos. Los servicios de transporte de cargas, por su parte, registraron una leve caída de 0,3% s.e. a pesar del inicio de la recolección de la cosecha récord de granos gruesos (soja, maíz y otros). Si bien el nivel de actividad en el transporte de carga se mantiene elevado, la falta de infraestructura ferroviaria no habría permitido que la expansión de más de 20% del volumen de la cosecha se viera reflejada en el indicador (ver Gráfico III.21).

Gráfico III.21

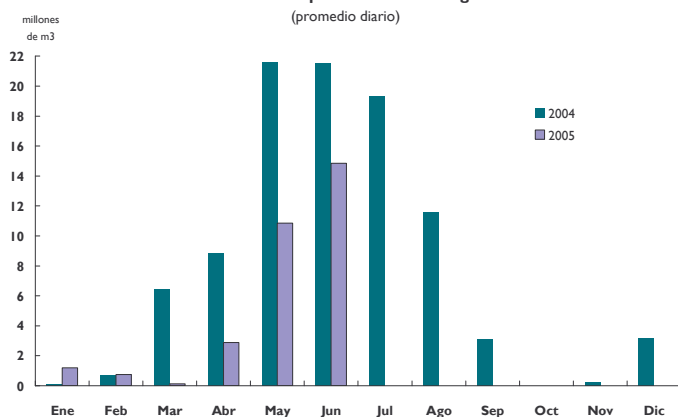


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

\*dato a mayo

La provisión de servicios energéticos durante el segundo trimestre tuvo un aumento de 3,9% s.e., producto de los mayores despachos de electricidad. En efecto, mientras que la producción de gas se mantuvo en valores similares a los registrados durante el año anterior, en un contexto de temperaturas medias por encima de los valores históricos, la electricidad creció a un ritmo de 5,9% i.a.. Las medidas adoptadas por el Gobierno junto con las condiciones climáticas menos rigurosas que las históricas, permitieron reducir los cortes en el suministro en los contratos interrumpibles de gas, posibilitando que el incremento de la demanda de electricidad sea satisfecho por el parque generador térmico con la utilización del gas disponible y de parte de las reservas de combustibles alternativos (ver Gráfico III.22). La utilización de estos insumos permitió preservar las reservas hidráulicas para los próximos meses,

**Gráfico III.22**  
Restricciones de Capacidad en la Entrega de Gas  
(promedio diario)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del ENARGAS

reduciendo las posibilidades de que se hagan efectivas las restricciones en el mercado eléctrico.

Por último, en el segundo trimestre el Gobierno aceleró la negociación con las empresas privatizadas y realizó 15 audiencias públicas. En la mayor parte de los casos se discutieron las propuestas del Gobierno que fueron consensuadas con las empresas. Las audiencias abarcaron diversos servicios entre los que se encuentran la distribución y transporte de gas y electricidad, el transporte ferroviario de carga y los servicios viales.

Entre las negociaciones de servicios que tienen impacto sobre los precios se destaca el acuerdo alcanzado con EDESUR, que establece un incremento del costo por distribución de hasta 23% para los usuarios no residenciales, y una renegociación integral de las tarifas para 2006. Este acuerdo sería el marco para la renegociación con EDENOR. Por su parte, el Gobierno continúa negociando con Aguas Argentinas un nuevo acuerdo que incluye subsidios para este año y un aumento de tarifas en 2006. Aún quedan pendientes una serie de negociaciones importantes entre las que se destacan las de distribución de gas y comunicaciones.





## IV. EMPLEO Y SALARIOS

### IV.1 Síntesis

Con un nivel de 13% en el primer trimestre de 2005, la Tasa de Desocupación volvió a mostrar una caída de 1,4 puntos porcentuales (p.p.) en relación a un año atrás, aunque respecto al último trimestre de 2004 registró una suba de 0,9 p.p.. El aumento del desempleo en el margen se explicó fundamentalmente por una reducción del empleo, que fue parcialmente compensada por la menor cantidad de personas buscando activamente trabajo. Ambos factores estarían magnificados por la estacionalidad de las cifras de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), principalmente en lo que hace al trabajo informal y cuentapropista, y no marcarían un cambio en la tendencia descendente que exhibe el desempleo desde mediados de 2002.

En el segundo trimestre, los indicadores anticipados de empleo, referidos tanto a la oferta como a la demanda, permiten inferir que habría continuado creciendo a buen ritmo. Adicionalmente, la estacionalidad positiva del segundo trimestre permite proyectar una nueva reducción de la tasa de desempleo. Asimismo, se prevé que el año finalice con una Tasa de Desocupación en torno a 10,5%. Esta estimación es consistente con una elasticidad empleo-producto algo menor a la registrada durante el año pasado y una Tasa de Actividad levemente más baja, teniendo en cuenta que en la medida en que se haga efectivo el traspaso de los beneficiarios del Plan Jefas y Jefes de Hogar al Plan Familia, que no tiene contraprestación, la Tasa de Actividad tendería a bajar.

Por su parte, el salario real promedio volvió a crecer por segundo trimestre consecutivo, con lo cual finalizaría el primer semestre con un incremento cercano a 4,5% respecto a diciembre de 2004. A diferencia de los aumentos anteriores, que estuvieron impulsados por las medidas de ingresos dispuestas por el Gobierno, la suba actual estuvo liderada por los resultados de las negociaciones colectivas, en un contexto de mayor conflictividad laboral. En los próximos meses este impulso continuaría y se haría extensivo incluso a los empleados estatales y a los del sector privado informal.

En este contexto, hacer converger las expectativas de inflación es importante para encausar la negociación de salarios ya que de otra manera, dados los tiempos que lleva la negociación colectiva, repercutiría en una caída del salario real, generando un aumento en la concentración de los ingresos. Asimismo, la mayor conflictividad laboral resultante podría afectar al proceso productivo, principalmente en forma directa a partir de una menor cantidad de horas trabajadas.

Gráfico IV.1

Tasa de Actividad, Empleo y Desocupación

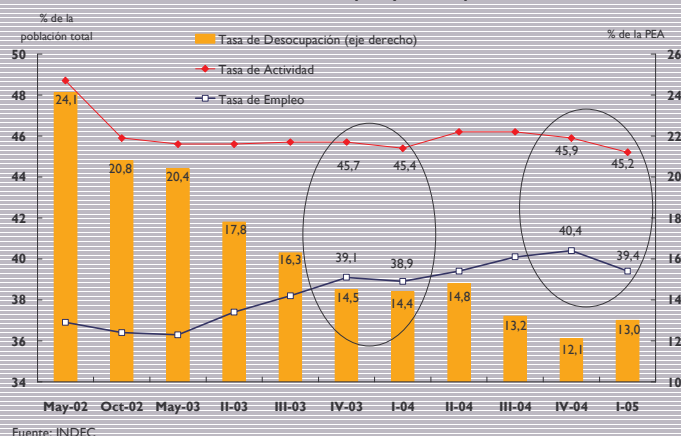
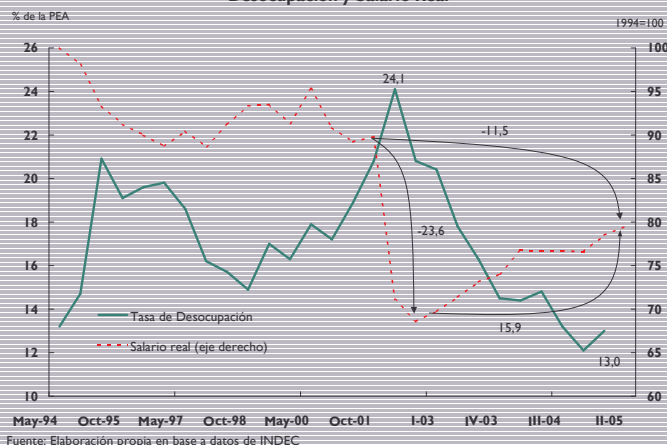


Gráfico IV.2

Desocupación y Salario Real



## IV.2 Empleo

Luego de tres trimestres consecutivos de caída, en los primeros tres meses de 2005 la Tasa de Desocupación<sup>5</sup> registró un alza trimestral de 0,9 puntos porcentuales (p.p.) y se ubicó en 13% de la Población Económicamente Activa<sup>6</sup> (PEA). Esta dinámica se explicó por una reducción del empleo que fue parcialmente compensada por una menor cantidad de personas buscando activamente trabajo. A pesar de esta reversión, la Tasa de Desocupación muestra una disminución de 1,4 p.p. interanual (i.a.) y de 11,1 p.p. en relación a los máximos alcanzados en el primer semestre de 2002 (ver Gráfico IV.1).

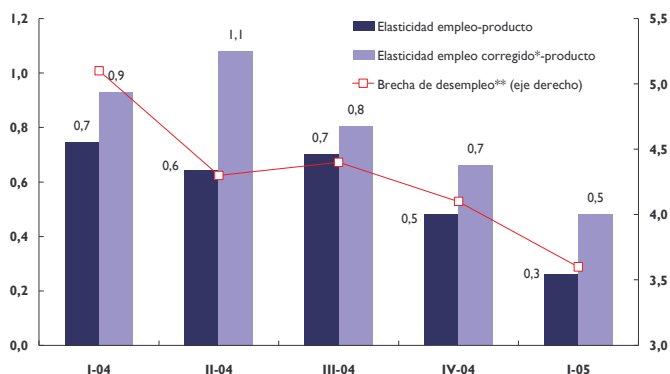
En efecto, durante el primer trimestre de 2005 la Tasa de Empleo<sup>7</sup> alcanzó a 39,4% de la población, retrocediendo 1 p.p. respecto al trimestre previo. Sin embargo, esta caída, que expandida al total de la población urbana alcanzaría a 249 mil personas, no reflejaría un cambio en la tendencia creciente que viene mostrando el empleo desde la segunda mitad de 2002, sino que estaría explicada en parte por factores estacionales que son difíciles de cuantificar debido a la corta historia de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) continua. La razón del menor nivel de empleo estaría centrada en las características estructurales de la economía, donde diversos sectores reducen su nivel de actividad durante el verano, impactando sobre la cantidad de personas ocupadas.

La estacionalidad afectaría principalmente a los empleos informales por el menor costo de finalización de la relación laboral y a los cuentapropistas. Precisamente, los datos de la EPH muestran que el empleo formal continuó creciendo durante el primer trimestre, mientras que en el sector informal y el de cuenta propia se redujo la cantidad de trabajadores durante el período. De acuerdo a la información desagregada por rama de actividad, la mayor caída en el empleo durante el primer trimestre en relación con el cuarto de 2004 se registró en el rubro comercio y otros servicios. En cambio, se observó una importante recuperación en el empleo del sector de servicios financieros e inmobiliarios, mientras que en ramas como la industria y construcción permaneció estable.

La elasticidad empleo-producto en el primer trimestre (calculada en términos interanuales) volvió a caer y se ubicó en 0,3, exhibiendo una desaceleración respecto al último trimestre de 2004 cuando alcanzó a 0,5 (ver Gráfico IV.3). De todos modos, cuando se excluye de los ocupados a los perceptores de planes de empleo, la elasticidad empleo-producto casi se duplica, alcanzando en el primer trimestre a 0,5. La contrapartida de este diferencial se refleja en la convergencia de la Tasa de Desocupación corregida, que actualmente alcanza a 16,6%, a la Tasa de Desocupación. Así, la brecha entre ambas tasas se redujo de 4,1 p.p. en el cuarto trimestre de 2004 a 3,6 p.p. en el primero de este año (ver Gráfico IV.4).

A pesar del aumento de los salarios, su participación en los costos de producción, principalmente en los sectores transables, continúa siendo reducida, lo mismo que la relación entre el precio del trabajo y del capital. De este modo, la caída en la elasticidad empleo-producto sería la consecuencia del proceso de normalización del

**Gráfico IV.3**  
Elasticidad Empleo-Producto y Brecha de Desempleo

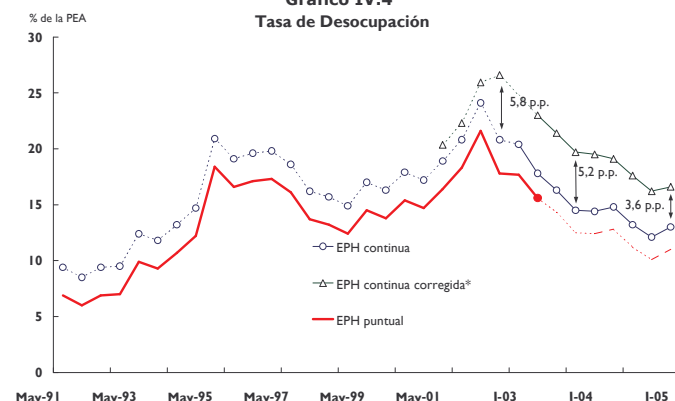


\*No considera como ocupados aquellos que perciben un plan de empleo como ocupación principal

\*\*Diferencia entre el desempleo corregido y el desempleo

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Gráfico IV.4**  
Tasa de Desocupación



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

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

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

<sup>5</sup> Porcentaje entre la población desocupada y la población económicamente activa.

<sup>6</sup> La integran las personas que tienen una ocupación o que sin tenerla la están buscando activamente. Está compuesta por la población ocupada más la población desocupada.

<sup>7</sup> Porcentaje entre la población ocupada y la población total.

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

Tasa	I-04	II-04	III-04	IV-04	I-05
<b>Actividad<sup>1</sup></b>					
Total	45,4	46,2	46,2	45,9	45,2
GBA	47,1	48,6	48,7	48,3	47,4
Interior	43,5	43,4	43,3	43,1	42,7
<b>Empleo<sup>1</sup></b>					
Total	38,9	39,4	40,1	40,4	39,4
GBA	40,2	40,9	41,8	42,0	40,6
Interior	37,4	37,6	38,1	38,5	37,9
<b>Empleo Corregido*<sup>1</sup></b>	36,6	37,4	38,0	38,5	37,7
<b>Desempleo<sup>2</sup></b>					
Total	14,4	14,8	13,2	12,1	13,0
GBA	14,6	15,9	14,1	13,0	14,5
Interior	14,1	13,3	12,0	10,8	11,1
<b>Desempleo Corregido*<sup>2</sup></b>	19,5	19,1	17,6	16,2	16,6
<b>Subocupación<sup>2</sup></b>					
Total	15,7	15,2	15,2	14,3	12,7
GBA	17,7	15,9	16,8	15,8	13,6
Interior	13,1	14,3	13,1	12,3	11,6

1 Como % de la Población Total

2 Como % de la Población Económicamente Activa

\* Recálculo considerando como desocupados a todos los ocupados cuya ocupación principal proviene de un plan de empleo

Fuente: INDEC

mercado de trabajo, con un aumento en la productividad media del empleo y no estaría afectada por el cambio reciente que muestran los costos laborales.

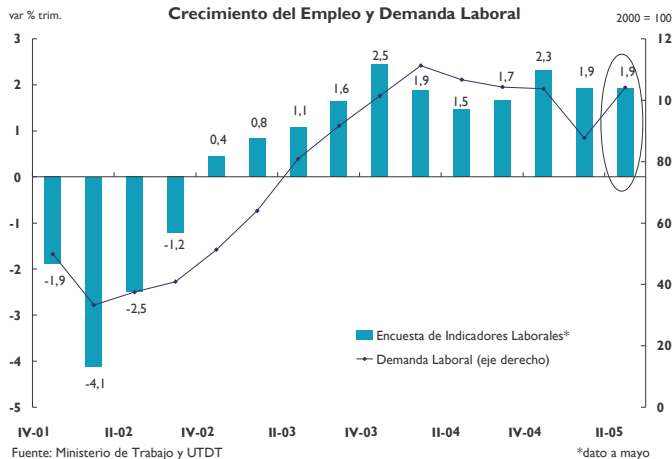
Por su parte, la Tasa de Actividad registró su segunda caída consecutiva en el primer trimestre y se ubicó en 45,2% de la población, la tasa más baja de la serie desde que se realiza la EPH continua. La menor cantidad de personas que buscan trabajo estaría explicada por el receso del período estival, momento del año cuando existe una menor cantidad de ofertas laborales y los agentes económicos reducen los esfuerzos para buscar trabajo en forma activa. Adicionalmente, es factible que el aumento estructural de la Tasa de Actividad por la incorporación de la mujer al mercado laboral, entre otras causas, sea parcialmente compensado por la normalización del mercado de trabajo en lo referente a los planes de empleo. Si bien aún es prematuro afirmarlo, es posible que parte de la caída en la Tasa de Actividad esté originada en el traspaso de Planes de Jefas y Jefes de Hogar (PJyJH) al Plan Familia, donde a diferencia del PJyJH no existe contraprestación laboral, situación que se profundizaría en los próximos meses.

En el primer trimestre se acentuó la brecha de desocupación existente entre el Gran Buenos Aires (GBA) y los Aglomerados del Interior del País (AIP). Mientras que en el GBA la desocupación se incrementó 1,5 p.p. con respecto al trimestre anterior, en los AIP el aumento fue de sólo 0,3 p.p. y la Tasa de Desocupación alcanzó 14,5% y 11,1% en cada caso. El peor desempeño del GBA podría estar explicado por la mayor participación del empleo informal en esa región del país (ver Cuadro IV.1).

Con una Tasa de Desocupación de 13% (16,6% sin considerar los planes de empleo) la discusión respecto a cuál es el nivel de desempleo friccional pareciera no tener relevancia mediata en la negociación salarial. Sin embargo, la escasez de ciertas capacidades para satisfacer la demanda en algunas industrias pareciera tener cada vez más sustento. En este sentido, los datos de la nueva encuesta del INDEC muestran que 51,3% de las empresas relevadas realizó búsquedas de personal en el primer trimestre del año y 15,7% tuvo su demanda laboral insatisfecha, al no lograr completar las vacantes. El relevamiento refleja que la mayor parte de la falta de oferta de personal se concentra en sectores industriales específicos como fabricación de productos de caucho y plástico, fabricación de vehículos y equipo de transporte y fabricación de productos minerales no metálicos. Si bien estos faltantes podrían estar generando subas salariales, éstas están focalizadas y el impacto a nivel agregado debiera ser reducido. Al mismo tiempo, aunque el INDEC no aclara la forma en que las empresas resolvieron estos problemas de oferta, en muchos casos se instrumentaron planes de capacitación formal o informal que apuntaron a resolverlos.

Finalmente, teniendo en cuenta la transitoriedad del aumento del desempleo en el primer trimestre del año, generado mayormente por cuestiones estacionales, y la evolución de los indicadores adelantados de empleo, tanto en lo referido a creación de puestos de trabajo formales como los de demanda laboral, se proyecta que a partir del segundo trimestre el desempleo retome la senda descendente y se ubique a fin de año en 10,6% (ver Gráfico IV.5).

**Gráfico IV.5**  
**Crecimiento del Empleo y Demanda Laboral**

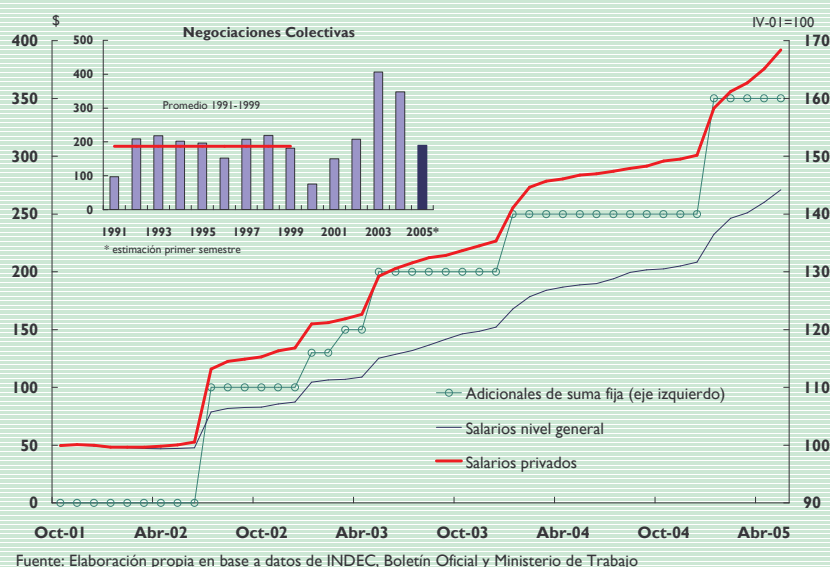




## Apartado 1. La negociación colectiva y la recuperación del salario real

La historia salarial del país de los últimos 30 años, muestra fuertes caídas del salario real cada vez que se acentuaron los procesos inflacionarios. Pero las recuperaciones posteriores nunca alcanzaron para compensarlas, repercutiendo en una concentración de los ingresos en detrimento de los asalariados. Los resultados de la última crisis no han sido diferentes, aunque la recomposición actual apuntaría a cambiar este sesgo en la medida en que se acentúe el proceso de normalización de la economía y se alcance una tendencia de crecimiento de largo plazo. Sin embargo, cómo se da el aumento en los salarios nominales, en qué plazo y cuán extensivo es a los distintos sectores de la economía, son factores determinantes para asegurar la efectividad del aumento en términos reales. Precisamente la evolución de los salarios y su impacto directo (inflación de costos) o indirecto (inflación de demanda) sobre los precios, constituyen algunas de las variables a seguir por el BCRA, y la consistencia de la política monetaria debe apuntar a mantener acotadas las expectativas de inflación evitando que el aumento esperable en los salarios (que se da de manera discontinua), se transforme en un impulso inflacionario que finalmente repercutiría en una mayor concentración de los ingresos.

**Gráfico N° 1: Salarios y Política de Ingresos**



En los primeros años de la recuperación la negociación colectiva estuvo focalizada en resolver los efectos de la crisis en tanto los incrementos salariales registrados estuvieron impulsados en mayor medida en aumentos por decreto, generando de esta manera los incentivos necesarios para que se iniciara el proceso de negociación colectiva. Pero recién en 2004, y fundamentalmente en los primeros meses de 2005, la negociación colectiva centrada en la discusión de salarios comenzó a tomar impulso propio (ver Gráfico N° 1).

Antes de seguir, es conveniente aclarar que es lo que se entiende por negociación colectiva. Precisamente la negociación colectiva definida por la Ley de Convenios Colectivos (N° 14.250) consiste en un proceso de discusión entre los empleadores o grupo de empleadores, por una parte, y una organización o varias organizaciones de trabajadores, por otra, con el objetivo de fijar las condiciones de trabajo dentro de las actividades reguladas por la Ley de Trabajo (N° 20.744). Ese acuerdo puede comprender diversos ítems como salarios, jornada de trabajo, descansos y licencias entre otros. Los sujetos que están facultados a negociar son las asociaciones profesionales de empleadores y las asociaciones sindicales con personería jurídica. Las negociaciones colectivas pueden dar origen a convenios colectivos o acuerdos. Mientras que los convenios colectivos son cuerpos completos de normas que regulan el conjunto de las relaciones laborales que dan marco a la relación entre trabajadores y empresarios, los acuerdos son resultado de negociaciones que modifican o amplían convenios colectivos previos<sup>8</sup>. A su vez, los convenios o acuerdos pueden distinguirse por el ámbito de aplicación en relación a la capacidad representativa de las partes negociadoras. Los convenios colectivos pueden ser a nivel nacional o regional, intersectorial o marco, convenio de actividad o convenio por empresa.

<sup>8</sup> Cabe recordar que con la sanción de la Ley N° 25.877, se volvió atrás con las modificaciones establecidas en 2000 a la Ley de Contrato de Trabajo que eliminaban la Ultractividad, es decir la caducidad de los convenios una vez vencidos, por lo que actualmente son varios los sectores que conviven con convenios fijados hace más de dos décadas.



De acuerdo a los datos del Ministerio de Trabajo, en 2004 se homologaron 348 convenios y acuerdos colectivos, 98% más que en el promedio de la década del '90 y 37% más que en el promedio de los tres primeros años de la década actual<sup>9</sup>. Esta tendencia continuó a lo largo del primer semestre de 2005, cuando se firmaron aproximadamente 190 acuerdos adicionales. El mayor número de convenios firmados en los primeros meses del año cobra relevancia cuando se considera el alcance en términos de personas involucradas. En este sentido, durante el último semestre las negociaciones colectivas habrían involucrado alrededor de 1 millón de personas, un número similar al alcanzado durante todo el año pasado (ver Gráfico N° 1). En efecto, en 2005 no sólo se realizaron un mayor número de convenios por actividad (35% del total), sino que se firmaron varios convenios en sectores caracterizados por su gran tamaño como Comercio, Construcción, Transporte Público de Pasajeros, Bancarios, Metalúrgicos, Alimentación, Petroleros y Camioneros, a los que se agrega el reciente acuerdo del Sector Público Nacional<sup>10</sup>.

En los últimos dos años, más de 80% de los acuerdos incluyeron cambios en los salarios fijados en el convenio. Estas modificaciones estuvieron impulsadas en gran medida por la necesidad de incorporar los aumentos por decreto y los del Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM), derivando en muchos casos en una recomposición de las escalas, y en otros, en aumentos mayores a los establecidos por decreto. A diferencia de los incrementos de suma fija que se dan en forma homogénea para todos los sectores, este tipo de acuerdos tiene la ventaja de que son tenidas en cuentas las características específicas de cada sector, en la medida en que la mayor presión debería recaer sobre aquellos que tienen mayores tasas de rentabilidad y aumentos en la productividad. Sin embargo, el mecanismo de ajuste presenta algunas deficiencias en términos de que es posible que la negociación incluya a agentes muy heterogéneos (tanto desde el punto de vista de los empleadores como empleados). Así, lo que para el promedio resulta adecuado, puede generar problemas en algunos subsectores particulares. También la negociación puede realizarse entre dos partes con fuerzas desiguales, como es el caso de los servicios públicos, donde a través del impacto del conflicto sobre la sociedad, pueden lograr acuerdos más beneficiosos.

Si bien es difícil evaluar el impacto sobre los salarios de la mayor negociación colectiva, dado que para eso habría que hacer un análisis exhaustivo de los convenios considerando toda la historia y no sólo los últimos incrementos, es una realidad que los indicadores de salarios muestran que la recuperación se mantiene en los últimos meses.

Finalmente, en un contexto donde existen presiones latentes para la recomposición de márgenes, principalmente en sectores productores de no transables donde los salarios representan una mayor participación de los costos, es factible que la dinámica de los salarios continúe presionando sobre la inflación, afectando principalmente a los sectores no formales en donde los aumentos por decreto y los establecidos en acuerdos tienen impacto sólo en forma marginal. De todos modos, el mayor riesgo asociado radica en que una aceleración del proceso de recomposición salarial pueda generar una sobreestimulación de la demanda por encima las posibilidades de producción de la economía. En este contexto, mantener acotadas las expectativas de inflación, resulta fundamental para encauzar la negociación salarial de manera de efectivizar el proceso de recomposición de los ingresos.

<sup>9</sup> En particular en 2003 se homologaron 406 Convenios y Acuerdos Colectivos, pero al igual que en 2002 un porcentaje significativo de estos respondió a acuerdos preventivos de crisis.

<sup>10</sup> En este caso la negociación no estuvo circunscripta al Ministerio de Trabajo sino que el ámbito de negociación fue el Ministerio de Economía.

## IV.3 Salarios

El salario real promedio de la economía exhibió en el segundo trimestre de 2005 un incremento similar al registrado en el primero, permitiendo una recuperación del poder adquisitivo en torno a 4,5% en la primera mitad del año. A pesar de este aumento, los salarios aún se ubican, en promedio, 11,5% por debajo de los registrados en el último trimestre de 2001 (ver Gráfico IV.6).

La composición del aumento fue diferente en los distintos segmentos que componen el mercado de trabajo. Mientras que en el primer trimestre el alza estuvo concentrada fundamentalmente en el sector formal (privado y público), que fue beneficiado por el aumento por decreto otorgado en enero, en el segundo trimestre la suba de los salarios reales sólo se registró en el sector privado dado que los salarios del sector público exhibieron una caída.

A diferencia de lo ocurrido en el primer trimestre, cuando el alza estuvo impulsada fundamentalmente por las medidas de Gobierno, el aumento durante el segundo trimestre en el ámbito privado formal estuvo liderado por la negociación colectiva en un contexto de mayor conflictividad (ver Apartado 1). El incremento en los salarios del sector privado registrado también impulsó los salarios del segmento informal, que al igual que en oportunidades anteriores reaccionaron a la suba de los sectores formales en forma rezagada y con un alza sensiblemente menor. Esto se debería al aumento en la demanda de empleo informal en la medida que se amplía la brecha salarial respecto a los salarios formales, abaratando su costo en términos relativos. Al mismo tiempo, la suba del Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM) a \$630 mensuales dispuesta en los primeros días de junio por el Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el SMVM (compuesto por representantes de los sindicatos y los empresarios) también habría contribuido al incremento de los salarios del sector privado no formal, principalmente en los sectores con cierto grado de formalidad que también utilizan empleo no registrado.

Finalmente, los salarios reales del sector público tuvieron una leve caída en el segundo trimestre, luego del incremento de comienzos de año. Sin embargo, en los próximos meses se verían plasmadas nuevas alzas producto de las negociaciones paritarias a nivel nacional. También podrían esperarse nuevas subas en las jurisdicciones provinciales (ver Sección VI).

Con todo, el esperado proceso de recuperación de los salarios de la economía tomó un impulso mayor y continuaría creciendo en los próximos meses a partir de mayores reclamos salariales en el sector privado y público (ver Gráfico IV.7). La contrapartida de esto es que en la medida en que los movimientos de salarios tomen impulso propio, es esperable una menor intervención del Gobierno. Asimismo, la mayor conflictividad laboral resultante podría afectar al proceso productivo, ya sea en forma directa a partir de la menor cantidad de horas trabajadas o en forma indirecta en la medida que se vean afectadas las decisiones de inversión de las firmas. El objetivo de política entonces debería estar centrado en mantener acotadas las expectativas de inflación a fin de asegurar que el proceso de recomposición de los salarios nominales se transforme en una mejora en los ingresos reales de la población.

Gráfico IV.6

**Evolución del Salario Real**  
(deflactado por IPC)

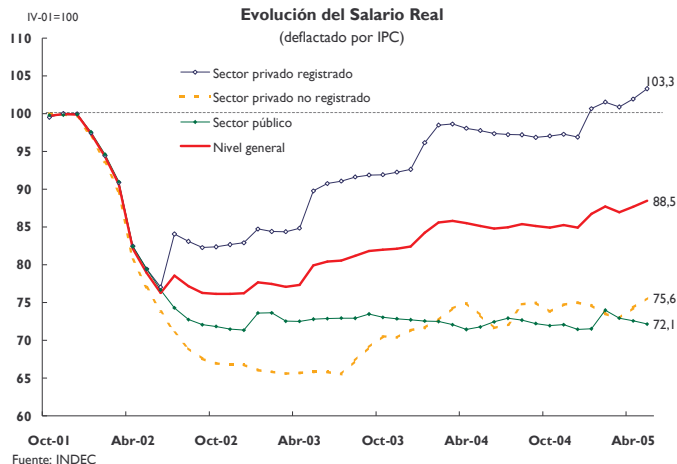
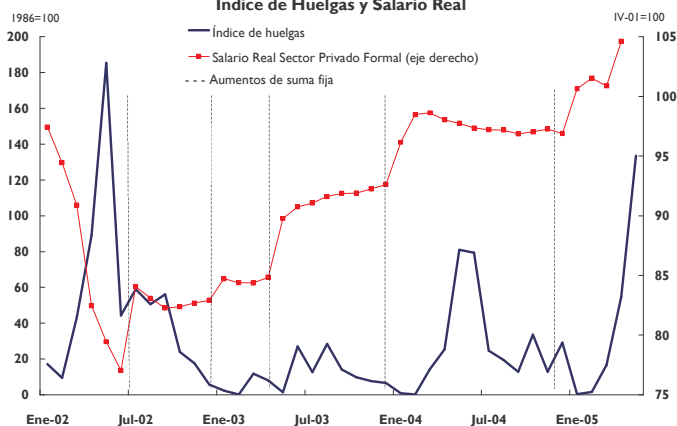


Gráfico IV.7

**Índice de Huelgas y Salario Real**





## V. SECTOR EXTERNO

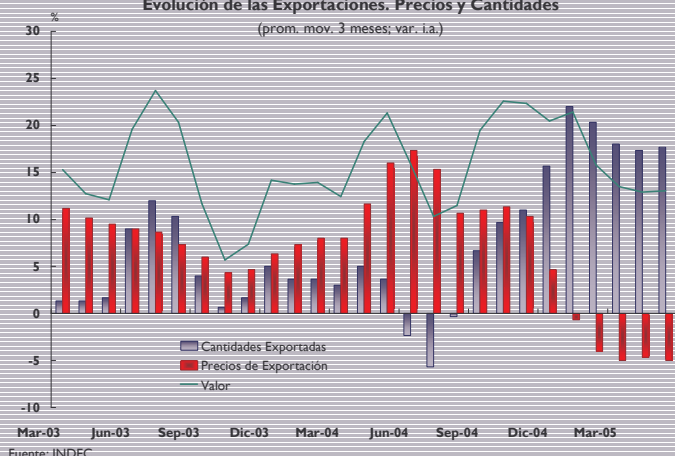
### V.1 Síntesis

Se continúa observando una normalización de las cuentas externas, aunque a un ritmo más lento que el proyectado inicialmente, gracias al excelente desempeño que muestran las exportaciones. El resultado positivo de la Balanza Comercial se ubicó en el primer trimestre apenas US\$300 millones por debajo del exhibido un año atrás y el año finalizaría con un saldo positivo equivalente a 5,4% del PIB. En este contexto, la proyección del superávit de Cuenta Corriente para 2005 asciende a 1,8% del PIB, teniendo en cuenta que recién a partir del segundo trimestre se computaría el impacto generado por el canje de la deuda pública en cesación de pagos finalizado en febrero y liquidado en junio.

El mejor desempeño que evidencian las exportaciones respecto a lo esperado está explicado fundamentalmente por la recuperación en los precios de los commodities agrícolas, aunque también incide una cosecha mayor a la prevista, la venta de existencias acumuladas de productos agrícolas y la buena performance que continúa exhibiendo la exportación de Manufacturas de Origen Industrial (MOI). En este contexto, se elevó la proyección de exportaciones para el año a US\$37.900 millones. Las importaciones continúan creciendo a buen ritmo, más en línea con lo esperado y ya alcanzan, medidas en dólares, niveles similares a los observados en los últimos meses de 1998. Sin embargo, su composición es diferente, con una mayor participación de los Bienes Intermedios y los Combustibles en detrimento de los Bienes de Consumo. Se estima que 2005 finalizaría con un nivel cercano a US\$28.400 millones.

En el primer trimestre de 2005, la Cuenta Capital y Financiera en “base caja” (ajustada por el financiamiento involuntario de los atrasos de la deuda externa en cesación de pagos) siguió arrojando un saldo negativo, pero cada vez menor, aún teniendo en cuenta que el sector público está realizando mayores pagos netos al exterior. La mejora fue impulsada fundamentalmente por el mayor ingreso de capitales del sector privado, ya que el sector público y el financiero mantuvieron sendos déficits. En este contexto y con el fin de reducir el ingreso de capitales especulativos, el Gobierno dispuso entre otras medidas la obligación de conformar un encaje al ingresar fondos al país para un conjunto de operaciones, con el objetivo de fomentar las inversiones de mediano y largo plazo y disuadir las de corto. La situación actual de las cuentas externas sigue siendo aprovechada por el BCRA para reconstituir las reservas internacionales por motivos precautorios, aunque el monto que finalmente sea acumulado en el año dependerá en gran medida de la dinámica de los pagos netos a Instituciones Financieras Internacionales (IFI).

**Gráfico V.1**  
Evolución de las Exportaciones. Precios y Cantidades  
(prom. mov. 3 meses; var. i.a.)



**Gráfico V.2**  
Evolución de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos  
(acum. 4 trim.)

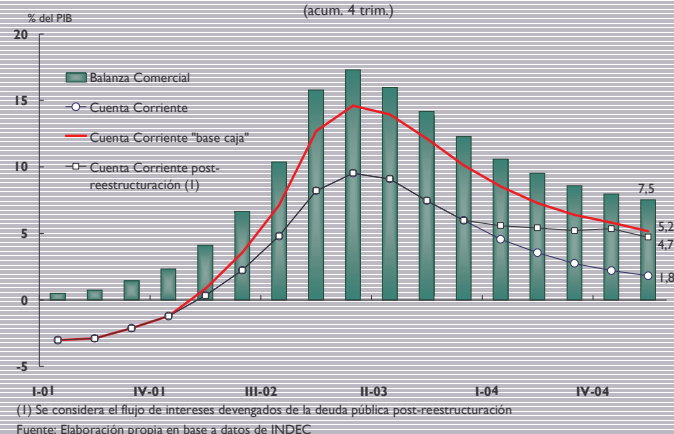
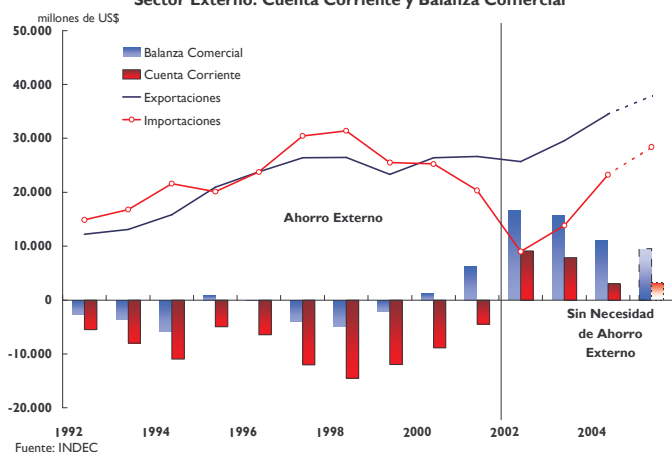


Gráfico V.3

## Sector Externo. Cuenta Corriente y Balanza Comercial

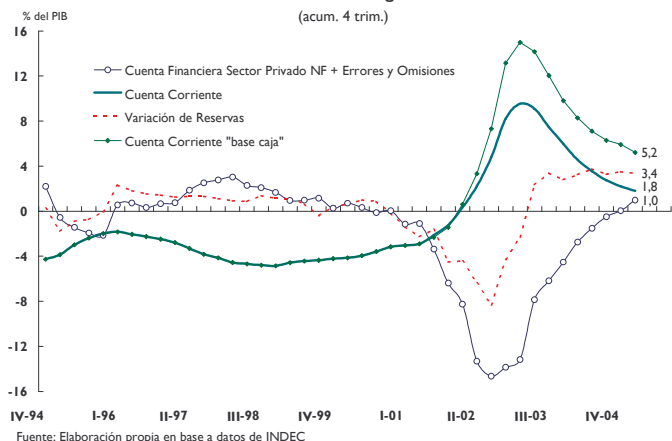


## V.2 Cuenta Corriente

La Cuenta Corriente se mantuvo prácticamente equilibrada en el primer trimestre del año, aunque hubiera mostrado un superávit de computarse el resultado del canje de la deuda pública. En efecto, durante el primer trimestre de 2005 se registró un déficit de US\$5 millones, por primera vez desde la salida de la Convertibilidad. El saldo negativo fue explicado principalmente por el fuerte incremento que registraron las remesas de utilidades y dividendos al exterior, que se duplicaron en comparación al primer trimestre de 2004. Sin embargo, parte de las utilidades y dividendos devengados por las empresas de no residentes, como se explica más adelante, es reinvertida y registrada como Inversión Extranjera Directa (IED) en la Cuenta Capital. Adicionalmente, se volvió a observar una nueva reducción en el superávit comercial, aunque se advierte una desaceleración en el ritmo de disminución gracias a la buena *performance* de las exportaciones (ver Cuadro V.1).

De todos modos, el resultado de la Cuenta Corriente no es del todo representativo ya que no incorpora la información producto del canje de la deuda pública en *default* que, si bien finalizó en febrero, recién se liquidó el 2 de junio. De hecho, si se computara el canje de la deuda pública en cesación de pagos, el resultado de la Cuenta Corriente del primer trimestre arrojaría un saldo positivo de aproximadamente US\$1.100 millones, a raíz del menor monto de intereses devengados por los nuevos bonos emitidos en ocasión del canje de deuda. Este número no es comparable con las estimaciones “base caja” formuladas en **Informes de Inflación** anteriores y que surgían de netear del resultado de la Cuenta Corriente el monto de atrasos de intereses. Esto es así, debido al cambio en el perfil de intereses generado por el canje de la deuda y a que una porción de los acreedores no aceptaron la oferta (ver Gráfico V.2).

Para todo el año, considerando la mejora en la proyección de la Balanza Comercial, se estima un superávit de Cuenta Corriente de aproximadamente 1,8% del PIB. Este resultado tiene en cuenta que recién a partir del segundo trimestre se computaría el ahorro generado por el canje de la deuda pública en cesación de pagos (ver Gráfico V.3).

Gráfico V.4  
Balance de Pagos  
(acum. 4 trim.)Balanza Comercial<sup>11</sup>

En los primeros cinco meses del año, la Balanza Comercial arrojó un superávit mayor al esperado inicialmente, aunque menor al de un año atrás. Así, se proyecta que la Balanza Comercial exhiba en el año un saldo positivo de 5,4% del PIB. Asimismo, el comercio exterior resulta superavitario con todos los bloques comerciales con excepción del MERCOSUR, donde continúa ampliándose el déficit comercial, exclusivamente a raíz del intercambio con Brasil (ver Apartado 2).

Las exportaciones vienen creciendo en el año a un ritmo mayor al esperado a partir de la reciente recuperación en los precios de los *commodities*, una cosecha mayor a la prevista y la salida de existencias acumuladas de períodos anteriores. En este contexto se elevó la proyección de exportaciones para el año a US\$37.900 millones.

Cuadro V.1

## Estimación del Balance de Pagos, Cuenta Corriente

(millones de US\$)

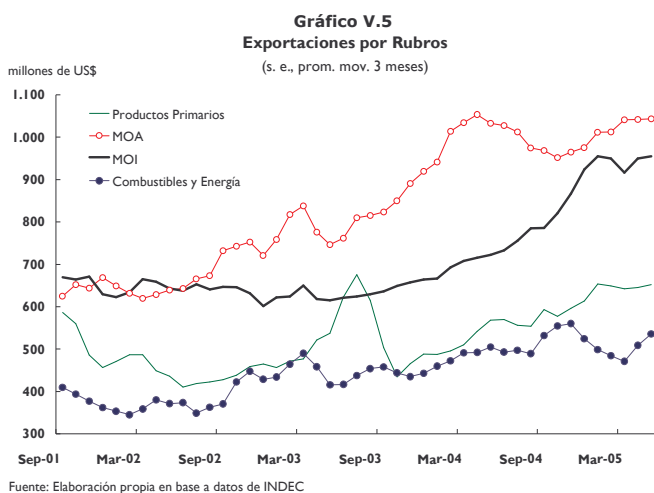
	2002	2003	I-04	II-04	III-04	IV-04	2004	I-05
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>8.673</b>	<b>7.659</b>	<b>503</b>	<b>1.757</b>	<b>589</b>	<b>500</b>	<b>3.349</b>	<b>-5</b>
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	8,2	6,0	1,5	4,3	1,6	1,3	2,2	0,0
Cuenta Corriente "base caja", anualizada en % del PIB	13,0	10,4	6,1	7,8	4,6	4,7	5,8	3,2
Cuenta Corriente post-reestructuración, anualizada en % del PIB	8,2	6,0	5,6	7,4	4,1	4,2	5,4	3,0
<b>Mercancías</b>	<b>17.178</b>	<b>16.448</b>	<b>2.934</b>	<b>4.179</b>	<b>3.245</b>	<b>2.881</b>	<b>13.239</b>	<b>2.713</b>
Exportaciones FOB	25.051	29.566	7.374	9.379	8.960	8.837	34.550	8.367
Importaciones FOB	8.473	13.118	4.440	5.201	5.715	5.956	21.311	5.654
<b>Servicios</b>	<b>-1.582</b>	<b>-1.396</b>	<b>-503</b>	<b>-395</b>	<b>-502</b>	<b>-294</b>	<b>-1.694</b>	<b>-574</b>
Exportaciones de servicios	3.290	4.205	1.330	1.105	1.210	1.503	5.147	1.633
Importaciones de servicios	4.873	5.601	1.832	1.500	1.712	1.797	6.841	2.208
<b>Rentas</b>	<b>-7.484</b>	<b>-7.970</b>	<b>-2.073</b>	<b>-2.223</b>	<b>-2.297</b>	<b>-2.292</b>	<b>-8.884</b>	<b>-2.313</b>
Renta de la inversión	-7.466	-7.952	-2.065	-2.216	-2.290	-2.286	-8.858	-2.308
Intereses	-7.697	-7.319	-1.758	-1.766	-1.677	-1.688	-6.890	-1.611
Utilidades y Dividendos	230	-633	-307	-450	-613	-598	-1.968	-697
Ganados	350	451	125	138	167	169	599	147
Pagados	120	1.084	432	588	781	767	2.567	844
Otras Rentas	-18	-18	-7	-7	-7	-6	-27	-5
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>562</b>	<b>577</b>	<b>145</b>	<b>197</b>	<b>142</b>	<b>204</b>	<b>688</b>	<b>170</b>

Fuente: INDEC.

<sup>11</sup> En el caso de la Balanza Comercial se consideran las importaciones CIF (incluyendo el costo del seguro y fletes) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos FOB.



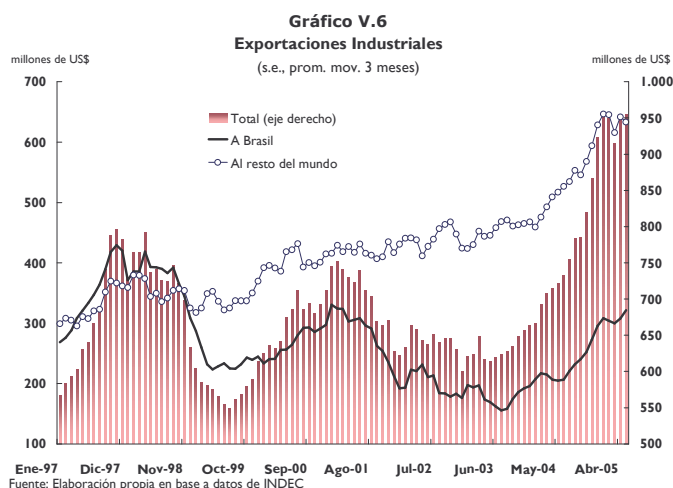
Igualmente, la mejora de las exportaciones estuvo sustentada exclusivamente en el aumento de las cantidades exportadas, ya que a pesar de la recuperación que exhibieron en los últimos meses, los precios de exportación muestran todavía una caída promedio de 4% interanual (i.a.) en los primeros cinco meses del año. La baja de precios estuvo concentrada en los rubros de Productos Primarios (PP) y Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), toda vez que los precios de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y Combustibles y Energía aumentaron a partir de la suba de la cotización del petróleo crudo y de los metales (principalmente hierro y acero). A pesar del impacto negativo de los precios de exportación, el fuerte avance de las cantidades exportadas provocó que a excepción de las MOA, todos los rubros de exportación muestren tasas de crecimiento interanual significativas (ver Gráficos V.1 y V.5).



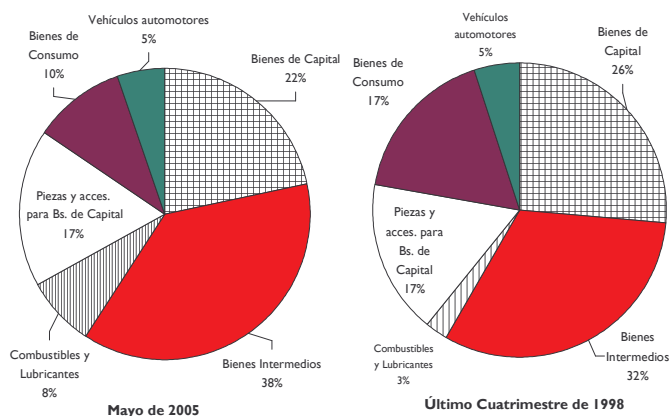
Las exportaciones MOI mantuvieron un importante incremento en el año, aunque concentrado en automóviles, en términos de cantidades exportadas. En efecto, entre los meses de enero y mayo de 2005 las exportaciones industriales acumularon un crecimiento de 34% i.a., lideradas por la salida de material de transporte terrestre, que explicó aproximadamente 28% del crecimiento de las MOI. En el caso de los demás rubros con gran impulso (principalmente química, petroquímica, plásticos y metales), el aumento estuvo concentrado fundamentalmente en la evolución de los precios, que a diferencia de las cotizaciones de los *commodities* agrícolas, muestran en términos interanuales una suba ininterrumpida a lo largo del año. De hecho, más de la mitad del incremento en el valor de las exportaciones de productos de origen industrial esta dado por la fuerte suba de los precios, de 19% i.a., mientras que las cantidades exportadas aumentaron 13% i.a. en el período enero-mayo. El crecimiento de los precios de las MOI estuvo explicado por el impacto de las mayores cotizaciones de los metales y el petróleo, ya que una gran parte de los bienes industriales son intensivos en estos insumos (ver Gráfico V.6).

Por su parte, las exportaciones de PP acumulan un incremento de 14% i.a. en los primeros cinco meses de 2005, a partir de un fuerte aumento de 37% i.a. en las cantidades físicas. Este crecimiento respondió a la salida de la cosecha récord y a la liquidación de existencias acumuladas de la campaña anterior (principalmente en el caso del trigo). También se recuperaron parcialmente los precios de los principales *commodities* agrícolas, que si bien se encuentran en niveles inferiores a un año atrás, recuperaron terreno en comparación a octubre de 2004. El fuerte aumento de las cantidades exportadas estuvo concentrado en cereales y semillas oleaginosas, con tasas de crecimiento superiores a 40% i.a. en lo que va de 2005 (ver Secciones II y III).

Las exportaciones de MOA, por su parte, muestran en lo que va del año una leve caída de 1% i.a. provocada por la baja de precios del rubro, que acumulan una disminución de 14% i.a. en igual período y afectan principalmente a los subproductos de la soja (harina y aceite). En cambio, las cantidades exportadas mejoraron 16% i.a. lideradas por el crecimiento de las exportaciones de carnes y lácteos, que continúan ganando terreno y crecen a tasas cercanas a 40% i.a., compensando casi por completo la reducción de las ventas de subproductos de la soja (ver Sección III).



**Gráfico V.7**  
**Composición de las Importaciones por Uso Económico**



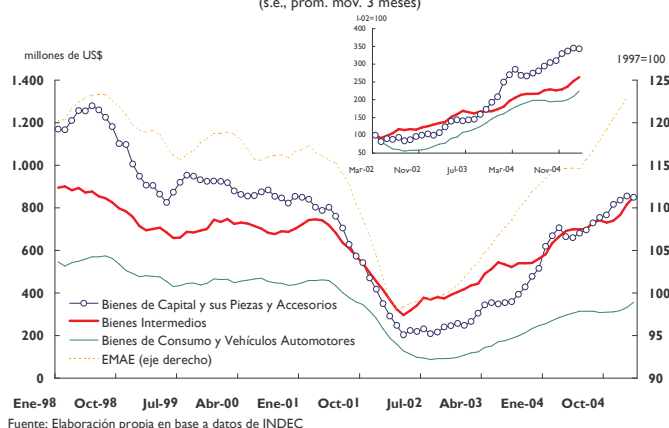
Fuente: INDEC

Por otro lado, las importaciones continúan creciendo a buen ritmo, en línea con lo esperado. En el período enero-mayo acumulan un incremento de 33% i.a. a partir de un aumento de las cantidades importadas de 22% i.a. y un aporte cada vez mayor de los precios, que exhiben una suba de 10% i.a., aunque muestran cierta desaceleración en el margen. En particular, el valor de importaciones registrado en mayo es similar al observado en los últimos meses de 1998, cuando se iniciaba la recesión que desembocó luego de tres años en la crisis de fines de 2001. Para el año en curso se ajustó ligeramente al alza la proyección de importaciones en torno a US\$28.400 millones.

Si bien las importaciones totales están actualmente en niveles equivalentes a los del último cuatrimestre de 1998, se observa un leve cambio de composición a favor de los Bienes Intermedios (principal rubro de las importaciones) y de los Combustibles y Lubricantes, en detrimento de los Bienes de Consumo que perdieron más de 7 puntos porcentuales (p.p.) de participación en las importaciones totales. Por su parte, la participación de los Bienes de Capital y sus piezas esta levemente por debajo de la observada siete años atrás (ver Gráfico V.7).

Sin embargo, la importación de Bienes de Capital continúa evolucionando favorablemente, incluso por encima de las importaciones totales, una vez que se tienen en cuenta las cantidades exportadas. Efectivamente, dado que los precios de importación de los Bienes de Capital resultan actualmente inferiores a los registrados un año atrás, el aumento de las cantidades importadas toma mayor relevancia. A lo largo de 2005 las importaciones de Bienes de Capital acumulan un crecimiento de 30% i.a., que en términos de cantidades asciende a 33% i.a.. Aún sin contar la importación de teléfonos celulares, que explica por sí sola 20% del aumento, la importación de Bienes de Capital acumula en el año un crecimiento de 46% i.a.<sup>12</sup> y muestra en el segundo trimestre un aumento de 6,7% trimestral desestacionalizado (s.e.), recuperándose de la caída que había evidenciado en el primer trimestre (ver Gráfico V.8).

**Gráfico V.8**  
**Importaciones por Uso Económico**  
(s.e., prom. mov. 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

La importación de Bienes de Consumo sigue creciendo en el margen y, a pesar de la contribución negativa de las compras de vehículos automotores (que muestran una desaceleración en el segundo trimestre), exhibió un crecimiento de 5,3% trimestral s.e. si se incluyen las importaciones de teléfonos celulares. El incremento de las importaciones de Bienes de Consumo se encuentra concentrado en los bienes durables, cuya tasa de crecimiento cuadruplica a la registrada en el caso de los bienes de consumo no duraderos.

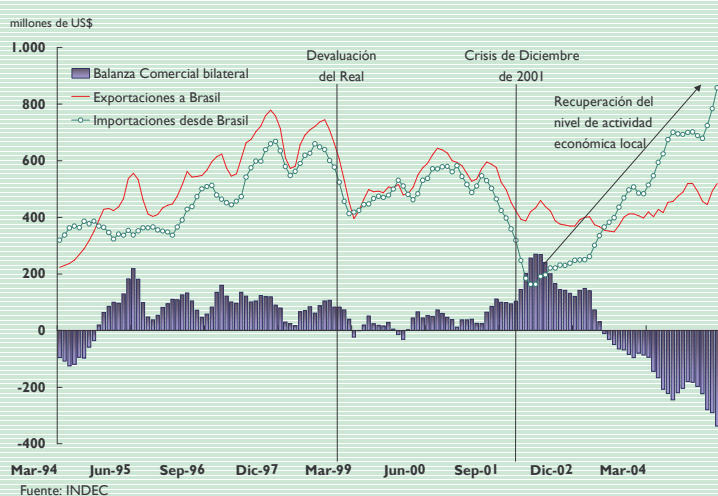
Se destaca la importancia que comenzaron a mostrar las importaciones de energía en un contexto de aumento en los precios y en las cantidades, pasando de representar 4,2% del total en los primeros cinco meses de 2004 a 5,8% en la actualidad, y se produce a la par de las menores cantidades exportadas por el sector. Esta trayectoria se explica fundamentalmente para suplir los faltantes de combustibles para los sectores energético e industrial, a fin de evitar cortes al sector residencial. Sin embargo, el impacto sobre el sector externo sería inferior al previsto inicialmente.

<sup>12</sup> Este cálculo no incluye la importación temporaria de una aeronave ingresada al país en enero de 2004 por un monto superior a US\$200 millones.

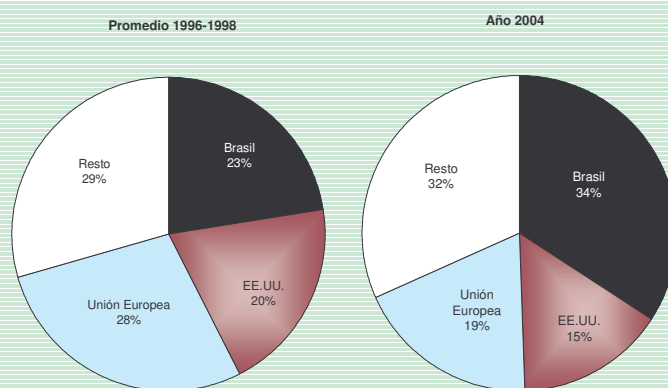
## Apartado 2. Descomponiendo el comercio bilateral con Brasil

La excelente performance de las cuentas externas, donde la reducción del superávit comercial se da a un ritmo incluso menor al proyectado, permite generar un abultado superávit comercial. En particular, el país registra un saldo positivo en el intercambio con todos los bloques comerciales con la sola excepción del MERCOSUR, con el que Argentina mantiene un déficit comercial creciente desde junio de 2003. Esta dinámica es explicada por completo por la evolución del comercio bilateral con Brasil, el mayor socio comercial de la Argentina. En efecto, luego de la crisis de 2001, la recuperación de la actividad económica interna y de la demanda doméstica impulsaron un fuerte aumento de las importaciones totales y provenientes de Brasil en particular, que actualmente cuadruplican el nivel mínimo alcanzado en marzo de 2002, al tiempo que las exportaciones a Brasil resultaron mucho menos dinámicas. De esta manera se revirtió el saldo positivo que arrojaba el comercio con el país vecino en la mayor parte de la década del 90 y durante los primeros años de esta década. Si bien parte de la explicación obedece al mayor crecimiento económico de Argentina relativo a Brasil durante los últimos años, también estarían mediando factores estructurales propios de la economía brasileña y el encarecimiento de los productos importados del resto del mundo en mayor proporción que los provenientes de Brasil.

**Gráfico N° 1:**  
**Intercambio Comercial Bilateral con Brasil**



**Gráfico N° 2:**  
**Composición de las Importaciones Argentinas**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

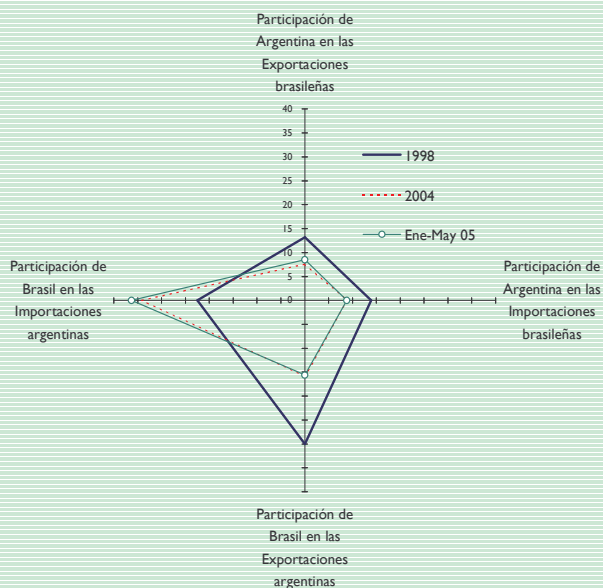
Tal como se observa en el Gráfico N° 1, las importaciones provenientes de Brasil alcanzan ya un récord histórico y resultaron en mayo aproximadamente 30% superiores al nivel de julio de 1998, el máximo valor registrado con anterioridad. El desempeño de las importaciones provenientes de Brasil resultó superior al de las compras externas totales, lo que dio lugar a una mayor participación de los productos brasileños en las importaciones argentinas. De hecho, las importaciones desde Brasil pasaron de representar 23% del total en el promedio de los años 1996 a 1998 a 34% en 2004. Esta mayor participación se dio casi por completo en detrimento de las importaciones provenientes de la Unión Europea y de los EE.UU., que en conjunto explicaban casi la mitad de las importaciones totales en el período 1996-1998 y representaron durante el año pasado casi la misma proporción que Brasil (ver Gráfico N° 2). Este fenómeno de sustitución de los orígenes de las importaciones argentinas estaría explicado por el cambio en los precios relativos que se dio luego de las depreciaciones del real brasileño en 1999 y del peso argentino a comienzos de 2002<sup>13</sup>. En efecto, los productos provenientes de la Unión Europea o el NAFTA se encarecieron relativamente a los bienes importados desde Brasil. De esta manera, el déficit comercial con Brasil sería en parte la contracara de los superávits registrados en el comercio con la UE y el NAFTA, inversamente a lo que sucedió durante la Convertibilidad, cuando el país mantenía un saldo comercial positivo con Brasil pero deficitario con los otros dos grandes socios comerciales.

Sin embargo, la depreciación del peso no provocó el mismo fenómeno de sustitución de orígenes en el caso de las importaciones brasileñas. En particular, como se observa en el Gráfico N° 1, las exportaciones argentinas con destino a Brasil todavía no recuperaron los niveles previos a la crisis de 2001 y en términos de las compras totales de Brasil al mundo, la Argentina ha pasado de proveer aproximadamente 14% de las importaciones brasileñas entre los años 1996 y 1998 a representar menos de 9% durante 2004. La pérdida de participación de los productos argentinos en las importaciones brasileñas se concentra fundamentalmente en los envíos de Productos Primarios y Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), los dos rubros en los que Argentina posee indudables ventajas comparativas. Por su parte, las exportaciones de productos industriales a Brasil se encuentran actualmente en niveles similares a los observados previamente a la depreciación del real, mientras que las ventas de Combustibles resultan también equivalentes a las registradas en 1998, aunque sólo por efecto de los mayores precios internacionales del petróleo y sus subproductos, ya que las cantidades exportadas han disminuido.

<sup>13</sup> Si bien la depreciación del peso argentino no genera cambios en los precios relativos de las importaciones argentinas, el encarecimiento general de la canasta de consumo provoca un efecto ingreso que en última instancia favorece relativamente a las importaciones provenientes de Brasil.



**Gráfico N° 3:**  
**Intercambio Bilateral. Cuotas de Mercado**



**Cuadro N° 1:**  
**Intercambio Comercial Bilateral con Brasil por Producto**

Sección	Enero-Abril 2004			Enero-Abril 2005		
	Exportación	Importación	Saldo	Exportación	Importación	Saldo
Productos del reino vegetal	348	22	326	325	26	299
Productos minerales	328	96	232	282	178	104
<b>Productos de industrias químicas y conexas</b>	183	283	<b>-100</b>	231	376	<b>-145</b>
Pasta de madera, papel, cartón	26	74	<b>-47</b>	31	114	<b>-83</b>
Materias textiles y sus manufacturas	38	111	<b>-73</b>	47	133	<b>-86</b>
Metales comunes y sus manufacturas	52	183	<b>-131</b>	66	305	<b>-240</b>
Máquinas, aparatos y material eléctrico	113	445	<b>-332</b>	142	619	<b>-477</b>
Material de transporte	217	532	<b>-315</b>	365	790	<b>-425</b>
Resto	342	346	-4	433	465	-32
<b>Total</b>	<b>1.648</b>	<b>2.092</b>	<b>-443</b>	<b>1.923</b>	<b>3.007</b>	<b>-1.084</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

El grueso del déficit comercial con Brasil se concentra en Manufacturas de Origen Industrial (MOI), ya que aproximadamente el 90% de las importaciones argentinas provenientes de Brasil forman parte de este rubro. En este sentido, la concentración de las importaciones argentinas no resulta un fenómeno novedoso, ya que la estructura industrial nacional tiene una menor densidad que la industria brasileña, en donde la mayor escala de producción, la estructura de incentivos tributarios a nivel nacional y estadual y el costo del financiamiento subsidiado, entre otros factores, contribuyen a la existencia de una industria mucho más diversificada que en el caso argentino. En este contexto e impulsado por la devaluación de Brasil en términos reales, hacia fines de la década pasada se observó una importante migración de empresas nacionales, que dejaron de producir en el país para hacerlo en Brasil. También se registraron casos en los que se trasladaron líneas de producción completas (especialmente en la industria automotriz) al país vecino, con un doble impacto sobre la balanza comercial bilateral, ya que reduce las exportaciones nacionales e incrementa las importaciones provenientes de Brasil. De esta forma, a pesar de la mayor competitividad alcanzada por el país a partir de la apreciación del real brasileño frente al peso, la Argentina no puede aprovechar por completo las oportunidades que ofrece un enorme mercado como el brasileño para incrementar sus exportaciones.

La situación descripta se contempla en el Gráfico N° 3, donde cada vértice del romboide representa la participación de Argentina/Brasil en las exportaciones/importaciones del país vecino. Del gráfico surge que en el año 1998 la estructura de comercio de ambas economías era más homogénea. La situación actual muestra un cambio significativo, habiéndose reducido la participación argentina en el comercio brasileño (tanto en lo referido a las importaciones como a las exportaciones) y la participación de Brasil en las exportaciones argentinas. Sólo la participación de Brasil en las importaciones argentinas muestra un aumento significativo que, como se explicó anteriormente, estaría originado mayormente en el desvío de comercio, habida cuenta del cambio en los precios relativos de los bienes importados, que se mantiene a pesar de la reciente apreciación del Real.

En conclusión, la persistencia del déficit en el comercio bilateral con Brasil no debería resultar preocupante toda vez que este saldo negativo se produce con una balanza comercial marcadamente superavitaria. Precisamente, el déficit con Brasil se trata de una manifestación de los efectos del cambio en los precios relativos de la canasta de bienes importados, que provocó un efecto sustitución en los orígenes de las importaciones argentinas, llevando a una mayor participación de Brasil en detrimento de la UE y los EE.UU.. Con todo, actualmente no hay indicios de que se revierta el déficit comercial bilateral en el corto plazo, especialmente teniendo en cuenta que el crecimiento de la economía brasileña continuaría siendo inferior al de la Argentina. En efecto, dada la elasticidad importaciones-producto en ambos países, las importaciones argentinas deberían crecer en mayor cuantía que las importaciones brasileñas, por lo que sería posible que el déficit bilateral pudiera hacerse todavía mayor. Adicionalmente, la composición del crecimiento impulsado casi exclusivamente por la demanda interna en el caso de Argentina y con una mayor participación de las exportaciones netas en el caso de Brasil, también contribuye a explicar el déficit creciente.

Cuadro V.2

Estimación del Balance de Pagos, Cuenta Capital y Financiera

(millones de US\$)

	2002	2003	I-04	II-04	III-04	IV-04	2004	I-05
<b>Cuenta capital y financiera</b>	<b>-11.404</b>	<b>-3.176</b>	<b>56</b>	<b>1.147</b>	<b>306</b>	<b>399</b>	<b>1.908</b>	<b>543</b>
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-10,8	-2,5	0,2	2,8	0,8	1,0	1,3	1,4
Cuenta capital y financiera "base caja"	-16.150	-8.489	-1.500	-272	-837	-951	-3.560	-796
<b>Cuenta capital</b>	<b>406</b>	<b>70</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>36</b>	<b>2</b>	<b>45</b>	<b>47</b>
<b>Cuenta financiera</b>	<b>-11.810</b>	<b>-3.246</b>	<b>53</b>	<b>1.144</b>	<b>270</b>	<b>397</b>	<b>1.864</b>	<b>496</b>
<b>Sector Bancario</b>	<b>-2.573</b>	<b>-3.001</b>	<b>-603</b>	<b>-804</b>	<b>-676</b>	<b>-1.014</b>	<b>-3.097</b>	<b>-1.814</b>
BCRA	-1.808	-868	20	-518	-629	-863	-1.990	-1.105
Otras entidades financieras	-765	-2.133	-623	-286	-47	-151	-1.107	-709
<b>Sector Público no Financiero</b>	<b>3.618</b>	<b>4.637</b>	<b>1.134</b>	<b>1.335</b>	<b>1.199</b>	<b>1.278</b>	<b>4.946</b>	<b>1.303</b>
<b>Sector Privado no Financiero</b>	<b>-12.856</b>	<b>-4.882</b>	<b>-478</b>	<b>613</b>	<b>-253</b>	<b>133</b>	<b>15</b>	<b>1.007</b>
<b>Errores y Omisiones Netos</b>	<b>-1.785</b>	<b>-902</b>	<b>325</b>	<b>-335</b>	<b>-176</b>	<b>248</b>	<b>62</b>	<b>313</b>
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>-4.516</b>	<b>3.581</b>	<b>884</b>	<b>2.569</b>	<b>719</b>	<b>1.147</b>	<b>5.320</b>	<b>851</b>
<b>Item de memorando. Financiamiento Involuntario</b>	<b>12.544</b>	<b>14.564</b>	<b>5.055</b>	<b>2.340</b>	<b>3.651</b>	<b>3.387</b>	<b>14.433</b>	<b>4.234</b>

Fuente: INDEC

## V.3 Cuenta Capital y Financiera

En el primer trimestre de 2005, la Cuenta Capital y Financiera en "base caja"<sup>14</sup> siguió arrojando un saldo negativo, pero cada vez menor, aún teniendo en cuenta que el sector público está realizando mayores pagos netos al exterior. La mejora fue impulsada fundamentalmente por el mayor ingreso de capitales del sector privado (explicado por la casi inexistente formación de activos externos y las mayores inversiones de cartera), en tanto que el sector público y el sector financiero mantuvieron sendos déficits (ver Cuadro V.2).

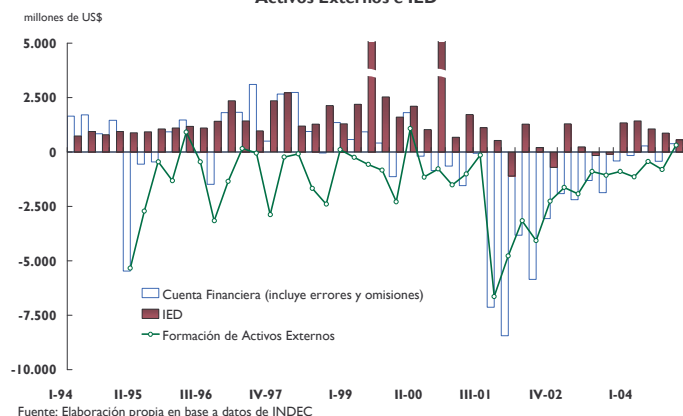
El ingreso de capitales a través de la Cuenta Financiera del Sector Privado no Financiero (incluidos errores y omisiones y "corregida por atrasos"), que alcanzó en el primer trimestre a US\$1.320 millones, contrasta con los resultados negativos registrados en 2003 y 2004, aunque ya el año pasado se había observado una significativa reducción del déficit. En cuanto a su composición, este resultado se explica por la merma en la formación de activos de los argentinos en el exterior y, en menor medida, por un incremento en las inversiones de cartera. En particular, la formación de activos en el exterior, que en 2003 había alcanzado US\$5.474 millones y en 2004 US\$2.556 millones, se redujo en el primer trimestre de 2005 apenas US\$121 millones e incluso se tornó negativa (repatriación de activos) si se excluyen las inversiones directas. Las inversiones de cartera mostraron también un aumento en relación a la trayectoria exhibida durante el año pasado, alcanzando US\$432 millones en el trimestre, aunque su contribución al cambio de signo de la Cuenta Capital y Financiera fue significativamente menor (ver Gráfico V.9).

En este marco, caracterizado por un mayor ingreso de capitales, que continuó incrementándose durante el segundo trimestre, el Gobierno dispuso, a través del Decreto 616/2005 y normas reglamentarias y complementarias<sup>15</sup>, la profundización de los instrumentos para el seguimiento y control de los movimientos de capital. Entre las medidas adoptadas se destaca la obligación de constituir un depósito no remunerado a un año de plazo (conocido como encaje) por el 30% de los ingresos por conceptos correspondientes a: (a) deudas financieras externas del sector privado, (b) inversiones de portafolio de no residentes y (c) repatriaciones de residentes por el monto que supere los US\$2 millones mensuales<sup>16</sup>. Adicionalmente, se amplió a un año el plazo mínimo de permanencia para los endeudamientos financieros con el exterior y para las inversiones de portafolio de no residentes.

En cambio, la IED mostró un menor dinamismo al registrado durante el año pasado, aunque explicado fundamentalmente por la reducción observada en la deuda con matrices. En efecto, tanto la Reinversión de Utilidades como los Aportes de Capital y los Cambios de Manos mostraron una mejora en relación a lo exhibido un año atrás. En particular, se destaca la mayor reinversión de utilidades, en línea con el aumento mencionado anteriormente que

Gráfico V.9

Sector Privado no Financiero: Cuenta Financiera, Formación de Activos Externos e IED



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Cuadro V.3

Inversión Extranjera Directa

(en millones de dólares)

	2003		2004		I-04	I-05
	Valor	Part. (en %)	Valor	Part. (en %)	Valor	Valor
<b>Total Inversión Extranjera Directa en Argentina</b>	<b>1.652</b>	<b>100,0</b>	<b>4.084</b>	<b>100,0</b>	<b>1.380</b>	<b>795</b>
<b>Reinversión de utilidades</b>	<b>-808</b>	<b>-48,9</b>	<b>-117</b>	<b>-2,9</b>	<b>280</b>	<b>483</b>
Sector Privado Financiero	-705	-42,7	-379	-9,3	-155	-47
Sector Privado no Financiero	-102	-6,2	262	6,4	435	530
<b>Aportes</b>	<b>3.011</b>	<b>182,3</b>	<b>3.155</b>	<b>77,3</b>	<b>586</b>	<b>657</b>
Sector Privado Financiero	1.042	63,1	537	13,1	106	267
Sector Privado no Financiero	1.969	119,2	2.618	64,1	480	390
<b>Deuda con matrices y filiales (1)</b>	<b>-515</b>	<b>-31,2</b>	<b>988</b>	<b>24,2</b>	<b>530</b>	<b>-430</b>
<b>Cambios de manos</b>	<b>-36</b>	<b>-2,2</b>	<b>59</b>	<b>1,4</b>	<b>-16</b>	<b>85</b>
<b>IED excluyendo cambios de manos</b>	<b>1.688</b>		<b>4.026</b>		<b>1.396</b>	<b>710</b>

(1) La deuda con empresas vinculadas es neta de los activos con las mismas

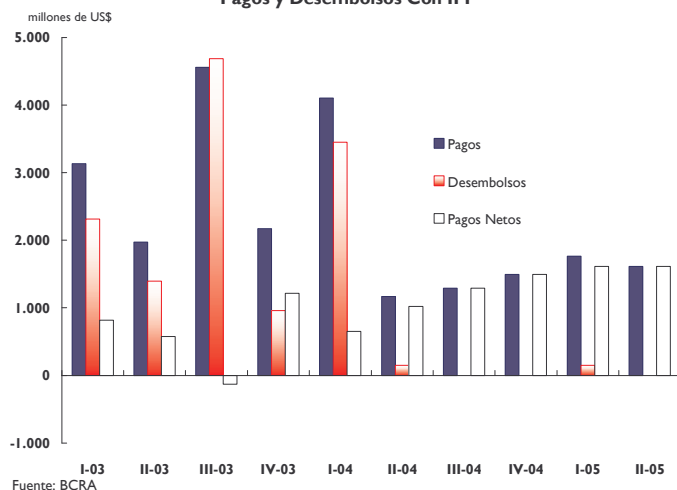
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

<sup>14</sup> Es decir, ajustada por el financiamiento involuntario de los atrasos de intereses de la deuda externa en cesación de pagos.

<sup>15</sup> Resolución N° 365/2005 del Ministerio de Economía y Comunicaciones "A" 4359, 4360, 4377 y 4386 del BCRA.

<sup>16</sup> Se exceptúan: (a) emisiones primarias de títulos de deuda con oferta pública y cotización, préstamos de organismos internacionales, préstamos destinados a cancelar otras deudas con el exterior o a inversiones directas en empresas del exterior, préstamos a más de 2 años de vida promedio destinados a inversión en activos no financieros), (b) inversiones de no residentes destinadas a suscripciones primarias de acciones y bonos con oferta pública y cotización en mercados autorregulados) y (c) repatriaciones de residentes destinadas a la suscripción primaria de bonos del Gobierno Nacional.

**Gráfico V.10**  
**Pagos y Desembolsos Con IFI**



registraron las remesas de utilidades devengadas computadas a través de la Cuenta Corriente (ver Cuadro V.3).

El Sector Público (incluyendo el BCRA) mostró nuevamente una salida neta de capitales corregida por atrasos de US\$1.154 millones, US\$924 millones más que el registrado en los primeros tres meses de 2004. La importante diferencia en relación a lo evidenciado un año atrás se explica por los mayores pagos a Instituciones Financieras Internacionales (IFI) en el marco de la postergación de la tercera revisión del acuerdo con el FMI, en agosto del año pasado. En efecto, en el trimestre se realizaron pagos netos a organismos internacionales por un monto de US\$1.509 millones (incluyendo intereses) US\$1.062 millones más que en el primer trimestre de 2004 (ver Gráfico V.10).

Por último, la Cuenta Financiera del Sector Financiero (excluyendo al BCRA) mostró también una salida de capitales que alcanzó US\$709 millones, levemente por encima de la registrada en el primer trimestre de 2004. La salida se explicó fundamentalmente por la reducción de las líneas de crédito con el exterior y de las inversiones en bonos y títulos locales.

En resumen, la Cuenta Capital y Financiera continuaría mostrando saldos superavitarios en función de la evolución de la Cuenta Financiera del Sector Privado no Financiero y del Sector Financiero, del que se espera una reversión del flujo a partir de las condiciones económicas actuales y de la resolución de la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos.

## V.4 Reservas Internacionales

**Gráfico V.11**  
**Reservas Internacionales del BCRA**



El BCRA aprovechó la coyuntura favorable del sector externo para proseguir con la política anticíclica de acumulación de reservas por motivos precautorios para disminuir la vulnerabilidad externa del país. Esta estrategia se orienta a evitar movimientos disruptivos en el mercado cambiario ante cualquier tipo de *shock* que pudiera afectar el flujo de pagos internacionales, tanto del Sector Público como del Sector Privado. Así, las Reservas Internacionales del BCRA continuaron creciendo ininterrumpidamente durante 2005. A principio de julio alcanzaron US\$23.128 millones, un nivel similar al observado en marzo de 2001 (ver Gráfico V.11). La magnitud del cambio en la Cuenta Financiera del Sector Privado respecto del año anterior fue lo suficientemente importante para permitir una acumulación de reservas análoga a la del primer trimestre de 2004, a pesar de la mayor cancelación de deudas con las IFI por parte del sector público y la reducción de US\$700 millones del superávit en cuenta corriente (ver Sección VII y Apartado 3).

## VI. FINANZAS PÚBLICAS

### VI.1 Síntesis

Las finanzas públicas nacionales evolucionaron en el segundo trimestre de acuerdo a lo previsto. El Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) registró un superávit primario de aproximadamente 1,5% del PIB, favorecido por la estacionalidad positiva de los ingresos tributarios. En los primeros seis meses de 2005 el superávit primario acumulado habría alcanzado aproximadamente 75% de la pauta prevista para todo el año.

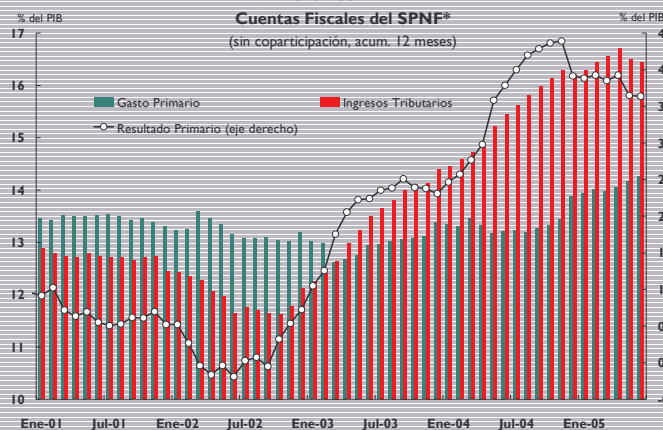
La recaudación impositiva tuvo un importante crecimiento de 12,1% en el segundo trimestre en términos interanuales (i.a.), superior a lo esperado, aunque naturalmente inferior al observado en los trimestres previos, sustentada por los tributos tradicionales (IVA, Ganancias y Seguridad Social). El Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias y los Derechos de Exportación también realizaron aportes significativos, creciendo 21% frente a igual período de 2004.

El gasto primario nacional mantuvo la tendencia creciente iniciada a mediados de 2002, alcanzando en los últimos 12 meses 20,5% del PIB. Asimismo, comienzan a vislumbrarse algunas diferencias en su composición respecto a períodos anteriores. En particular, las transferencias a las provincias y el gasto de capital en proporción del Producto se ubican en niveles superiores al promedio de la década anterior, incrementando su importancia dentro del gasto primario total. En función de algunas medidas ya definidas (aumentos en los salarios públicos y en las jubilaciones), se espera una nueva suba del gasto primario en los próximos meses que en conjunto con la estacionalidad propia de la recaudación tributaria determinarían que el sector público sea un factor menos contractivo en el segundo semestre.

En la primera semana de junio se efectivizó y liquidó el canje de los bonos públicos que se encontraban en situación irregular. Finalizado este proceso, el Gobierno Nacional retornó al mercado de capitales con emisiones de BODEN en pesos, de acuerdo a lo estipulado en el Programa de Emisión de Deuda para 2005. El uso de Adelantos Transitorios estuvo circunscrito a los límites contemplados en la Carta Orgánica del BCRA y el Sector Público continuó sin ser un factor de expansión de la Base Monetaria Amplia (BMA).

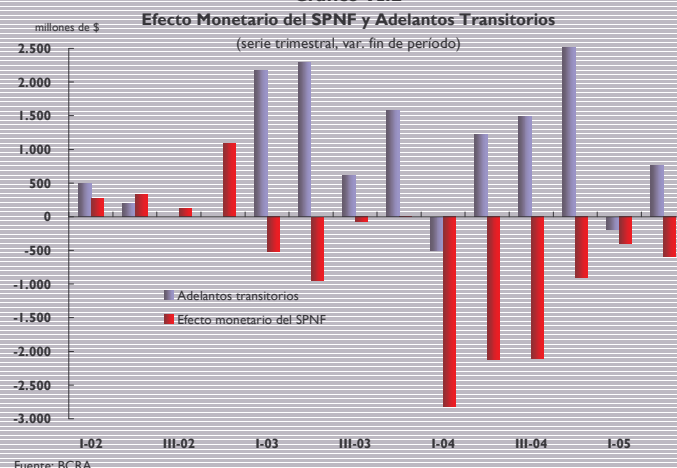
La finalización exitosa del proceso de reestructuración de la deuda pública y el retorno al mercado de capitales redujeron los factores de riesgo de corto plazo desde la perspectiva fiscal.

**Gráfico VI.1**  
Cuentas Fiscales del SPNF\*  
(sin coparticipación, acum. 12 meses)



\* Sector Público Nacional no Financiero, base caja  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

**Gráfico VI.2**  
Efecto Monetario del SPNF y Adelantos Transitorios  
(serie trimestral, var. fin de período)



Fuente: BCRA

## VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

### Ingresos

La evolución de las cuentas públicas nacionales en el segundo trimestre del año estuvo en mayor parte de acuerdo a lo previsto. Respondiendo a la estacionalidad propia de los ingresos tributarios, el resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) en base caja entre abril y junio habría alcanzado 1,5% del PIB (3,7% del PIB en términos anualizados). Así, en los primeros seis meses del año se acumuló aproximadamente 75% del superávit anual estipulado en el Presupuesto Nacional 2005<sup>17</sup>.

Igual que en períodos anteriores, la evolución de los ingresos tributarios resultó decisiva para explicar el resultado primario ya que el gasto continuó creciendo a ritmo sostenido. Los recursos generados por los impuestos tradicionales, como IVA, Ganancias y los ingresos de la Seguridad Social, continúan respondiendo de forma favorable y presentaron una variación interanual (i.a.) de 10% en el trimestre. Por su parte, los tributos considerados más distorsivos (el Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias -ICDCB- y los Derechos de Exportación) crecieron 21% i.a., superando por primera vez desde la salida de la crisis el incremento de los demás tributos.

El IVA mostró un comportamiento errático en el período ya que en abril y mayo se verificó un fuerte crecimiento interanual, mientras que en junio prácticamente no registró incremento, en parte explicado por las mayores devoluciones. No obstante, la recaudación acumulada en los últimos 12 meses se ubica en 7,6% del PIB, nivel máximo histórico. En cuanto a su composición, la recuperación que continúan mostrando las importaciones ha determinado que el IVA DGA gane importancia dentro del total del impuesto, explicando casi completamente la mejora frente a los promedios históricos (ver Gráfico VI.3).

El Impuesto a las Ganancias, por su parte, exhibió en el segundo trimestre un crecimiento interanual menor al observado en los meses previos, afectado por el ingreso extraordinario en mayo de 2004 del saldo de la declaración jurada de la empresa más importante del sector petrolero. Sin embargo, en junio este factor deja de incidir en la comparación, permitiendo que la recaudación se recupere y registre un crecimiento de 23,8% i.a.. No obstante, los ingresos por Ganancias continuaron favorecidos, aunque de forma marginal, por los cambios en el cronograma de pagos efectuado por la postergación de vencimientos de diciembre de 2004. De todas formas, el resultado del último trimestre fue levemente mayor al previsto y sienta una elevada base para los ingresos durante el resto del año.

Los recursos de la Seguridad Social continuaron en la senda de crecimiento, impulsados por la recuperación de los salarios, el aumento en el empleo formal, la mejor fiscalización y la suba de la remuneración máxima sujeta a contribuciones. Esta combinación de factores determinó que los ingresos por estos tributos crezcan 26,2% i.a. en el trimestre.

Por su parte, los Derechos de Exportación resultaron el único componente que aceleró el crecimiento interanual, superando las expectativas previas. Aún cuando los precios de los principales productos de exportación sujetos a las alícuotas máximas cayeron

Gráfico VI.3

Composición de la Recaudación Tributaria Nacional

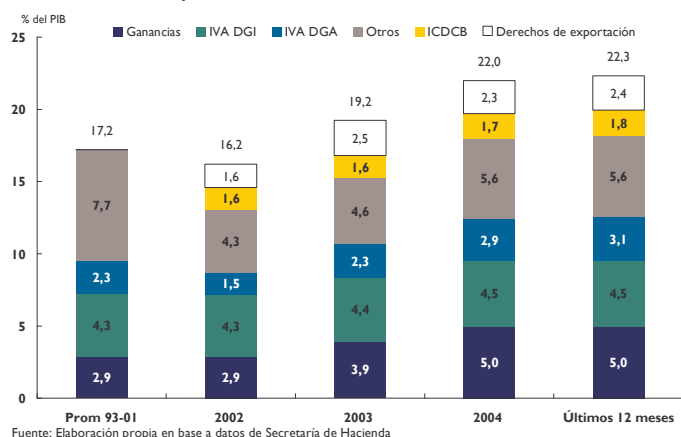
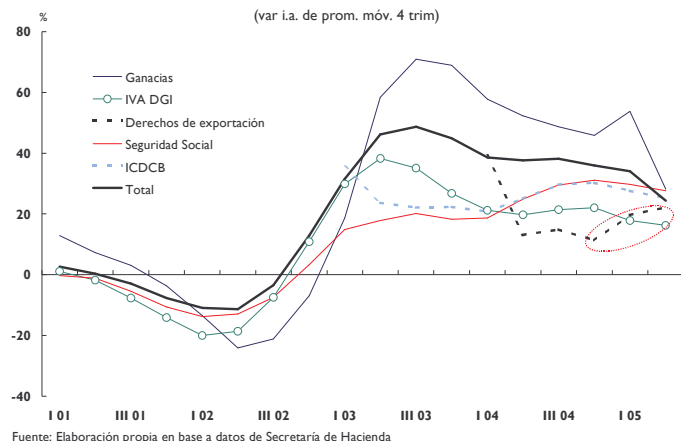


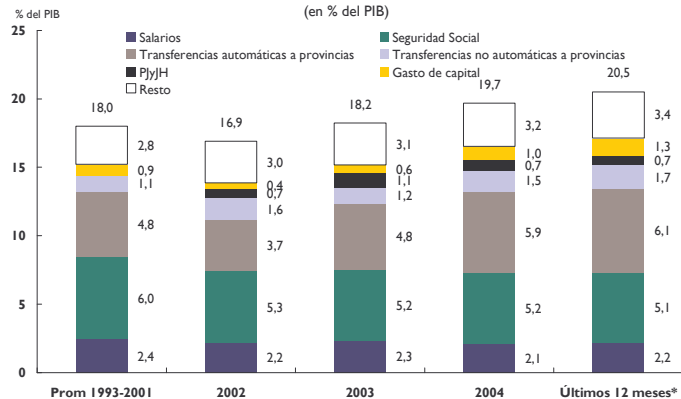
Gráfico VI.4  
Recaudación Tributaria Nacional  
(var i.a. de prom. móv. 4 trim)



<sup>17</sup> La comparación no es estrictamente correcta ya que las cuentas del Sector Público Nacional que se analizan en este Informe son en base caja en tanto que los datos presupuestarios son en base devengado.



Gráfico VI.5

Composición del Gasto Primario del SPNF  
(en % del PIB)

\*Estimado a junio de 2005

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

respecto a 2004 (salvo el caso del petróleo), el continuo crecimiento en las cantidades exportadas permitió que el aporte de este impuesto sea 19,8% mayor que en igual período del año pasado, influido en parte por el esquema de alícuota móvil impuesto a las exportaciones de petróleo desde agosto pasado (ver Gráfico VI.4 y Sección V).

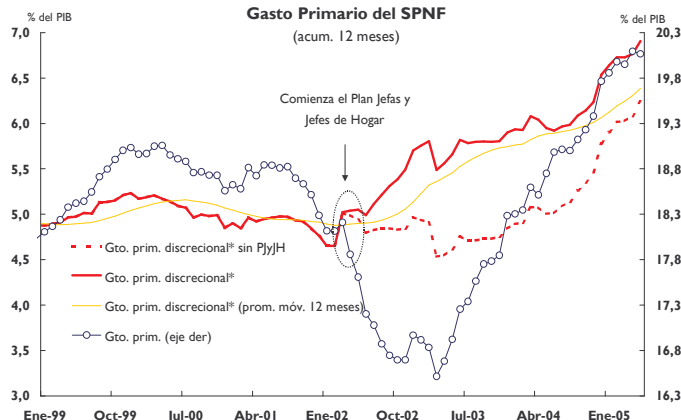
El ICDCB mantuvo su tendencia creciente, determinando nuevos records en su recaudación diaria promedio, aunque esto no resultó suficiente para que el tributo siga cediendo importancia dentro del total de recursos públicos.

En los próximos meses el Impuesto a las Ganancias retomaría importancia dentro de la recaudación total, por la elevada base que sienta el mes de junio y el mayor crecimiento interanual esperado respecto al resto de los tributos. El IVA y los recursos de la Seguridad Social retomarían impulso por cuestiones estacionales, que a su vez incidirían en sentido contrario sobre los Derechos de Exportación y el ICDCB. De todas formas, la recaudación continuaría creciendo a tasas interanuales elevadas aunque razonablemente menores, entre otros motivos por la paulatina normalización del crecimiento de la economía. De no mediar modificaciones tributarias significativas, hacia finales de año la presión tributaria podría superar el récord de 2004, alcanzando 23% del PIB. Así, se sobrepasaría la pauta incluida en el Presupuesto Nacional 2005 que se ubica en 22,4% del PIB.

### Gasto y Resultado

El gasto primario del SPNF en base caja continuó mostrando una tendencia creciente y en los últimos 12 meses alcanzó un máximo histórico de 20,5% del PIB. Así, luego de la crisis iniciada a fines de 2001, y tras alcanzar un mínimo de 16,5% del PIB a comienzos de 2003, el gasto público acumula un crecimiento de 3,6 puntos porcentuales (p.p.) del Producto. En particular, en los últimos tres meses el gasto primario se incrementó 21% i.a., impulsado por los aumentos en las transferencias a provincias, las transferencias al sector privado, los salarios y las jubilaciones y pensiones (ver Gráfico VI.5).

Gráfico VI.6

Gasto Primario del SPNF  
(acum. 12 meses)

\* Excluye las transferencias automáticas a provincias, jubilaciones y salarios  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

El proceso de recomposición de gasto que se inicia en 2003 va configurando algunas diferencias respecto a la estructura de la década previa. Mientras que para el promedio de los años 1993 – 2001 el destino más importante del gasto primario eran las jubilaciones y pensiones, actualmente la mayor importancia está en las transferencias automáticas a provincias. Este cambio resulta más pronunciado si se consideran las transferencias totales a las provincias.

El total de transferencias a los gobiernos subnacionales pasó de 5,9 p.p. del PIB a 7,9 p.p. y su participación en el total de gastos primarios aumentó de 33% a 38%. Esta evolución se explica, principalmente, por el incremento de los ingresos tributarios que impacta directamente sobre la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI). Sin embargo, las transferencias no automáticas se ubican actualmente en 1,8% del PIB frente a un promedio de 1,1 p.p. del Producto entre 1993 y 2001.

El Gobierno Nacional continuó destinando recursos en su política de ingresos para mejorar los haberes de jubilados y empleados públicos. En particular, determinó un nuevo incremento en la jubilación mínima llevándola desde \$308 por mes hasta \$350 mensuales desde julio y dispuso un suplemento mensual de \$30 durante un año para aquellos jubilados y pensionados con haberes mensuales inferiores a \$600 que

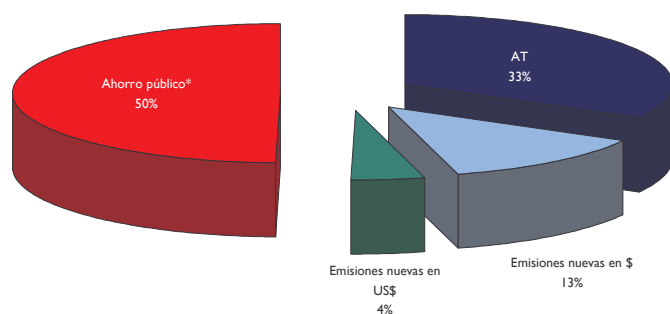
estén afiliados al PAMI. Asimismo, se determinó un nuevo convenio colectivo de trabajo en el marco de la administración pública, que implicará un aumento promedio de 20% en los salarios de todos los agentes públicos. En conjunto, estas nuevas medidas determinarían un impacto sobre las cuentas públicas levemente inferior a 0,4% del PIB para lo que resta del año.

Luego del mínimo observado durante la crisis, el gasto salarial y previsional en términos del PIB se recuperaría 0,6 p.p. en relación con los últimos dos años, incluyendo en esta evolución las iniciativas mencionadas. No obstante, en el caso de las jubilaciones y pensiones se debe tener en cuenta que la cantidad de beneficiarios del régimen de reparto ha caído de forma sustancial, aunque esta retracción sería parcialmente compensada por la incorporación de nuevas categorías de pensionados.

Otra modificación en la estructura del gasto primario es la mayor participación de las erogaciones de capital, que crecieron aproximadamente 0,4 p.p. en términos del Producto respecto del promedio de la década anterior, alcanzado 1,3% del PIB.

Con todo, el resultado primario del SPNF se mantuvo en cifras elevadas y en los últimos 12 meses acumuló 3,6% del PIB. Sin embargo, se observa una tendencia decreciente producto de la desaceleración en los ingresos, acompañada por una trayectoria creciente del gasto primario (ver Gráfico VI.6).

**Gráfico VI.7**  
**Estructura de Financiamiento de la Tesorería**  
(primer semestre de 2005)



\*Corresponde al uso de cuentas de la Tesorería y letras colocadas a organismos públicos  
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

El resultado primario alcanzado le permitió al Gobierno Nacional atender todos los servicios por intereses de la deuda en situación regular. Los intereses de los nuevos bonos surgidos de la finalización del proceso de reestructuración fueron cancelados utilizando, mayormente, depósitos constituidos en períodos previos. Los pagos de capital, por su parte, fueron cubiertos también por el superávit primario y por la utilización de depósitos públicos. Los Adelantos Transitorios (AT) fueron utilizados dentro de los límites fijados por la Carta Orgánica del BCRA y el Sector Público siguió sin ser un factor de aumento de la Base Monetaria Amplia (BMA; ver Gráfico VI.7).

En mayo, el Tesoro Nacional realizó, dentro de los lineamientos establecidos en el Programa de Emisión de Deuda 2005, la primera colocación de mercado desde la cesación parcial de pagos de diciembre de 2001. El retorno al mercado de capitales se realizó con una colocación de Boden 2014 en pesos por un monto nominal de \$1.000 millones a una tasa de 6,51% más CER. Se espera que en julio continúen las colocaciones en pesos y las tasas resulten más favorables. Estas emisiones de deuda en el mercado voluntario reducen, al menos en el corto plazo, una de las principales incertidumbres desde la perspectiva fiscal, en un marco donde la postergación de la tercera revisión del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) mantiene limitado el ingreso de fondos de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI).

En los próximos meses el gasto recibiría un nuevo impulso por las medidas anunciadas y el resultado primario en 2005 sería menor al previsto en el **Informe de Inflación** anterior, alcanzando aproximadamente 3,4% del PIB. El superávit será suficiente para cubrir el total de vencimientos por intereses de la deuda pública.



## Deuda Pública

De acuerdo a información provisoria, el *stock* de deuda pública nacional al 31 de marzo habría alcanzado US\$126.567 millones<sup>18</sup> (72% del PIB) significativamente menor al registro de diciembre de 2004 (US\$191.296 millones; 124% del PIB) (ver Gráfico VI.8).

Gráfico VI.8

### Deuda Pública Nacional



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

El descenso en el *stock* de la deuda reflejó, principalmente, los efectos de la reestructuración de los bonos públicos que se encontraban en situación irregular, que implicó una reducción de US\$67.305 millones. Esta disminución fue parcialmente compensada por la capitalización de intereses de los nuevos bonos, los ajustes de valuación por las diferencias en el tipo de cambio y la evolución del CER.

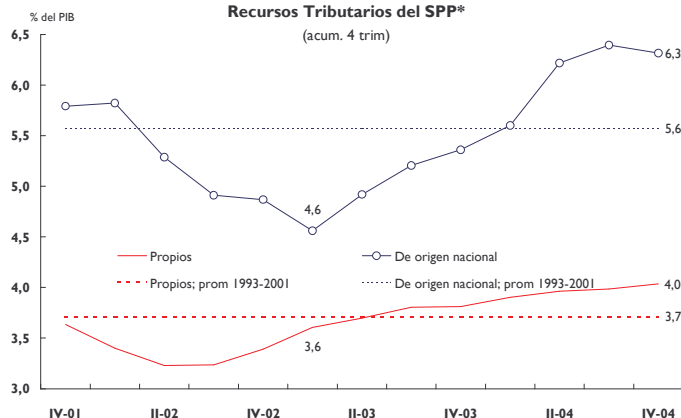
En efecto, el 2 junio se realizó la liquidación de la operación de canje luego de que la Corte de Apelación de los Tribunales de Nueva York fallara a favor de la Argentina en una causa interpuesta por un fondo de inversión. Con la finalización del proceso se realizó el pago de los intereses devengados de los nuevos títulos entre el 31 de diciembre de 2003 y el 31 de marzo de 2005 y de las comisiones a los bancos asesores de la transacción. Adicionalmente, el 30 de junio se efectuó el pago del cupón semestral de intereses correspondientes a los nuevos títulos *Descuento* originados en la reestructuración.

## Sector Público Provincial

En el cuarto trimestre de 2004 el Sector Público Provincial (SPP) registró un déficit primario de \$2.560 millones, determinando que el superávit anual descienda a \$5.843 millones (1,3% del PIB). Así, la importante suba de los recursos (27% i.a.) no pudo mitigar la fuerte expansión en el gasto primario del último trimestre (50% i.a.). Las provincias habían registrado un déficit trimestral superior sólo en el cuarto trimestre de 2001.

Gráfico VI.9

### Recursos Tributarios del SPP\*



\*Sector Público Provincial

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

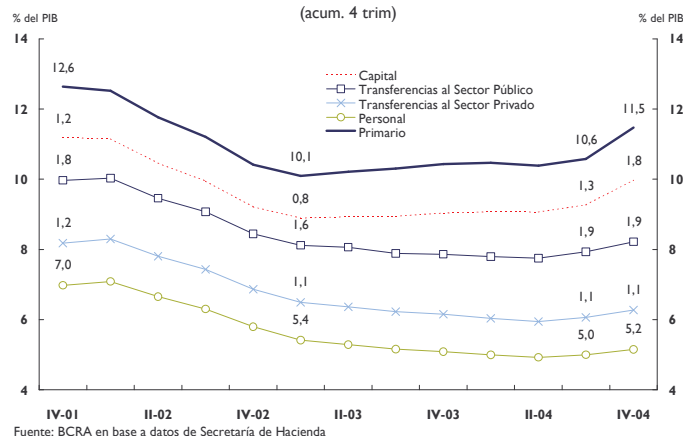
Reflejando la evolución de la economía, la recaudación de impuestos provinciales alcanzó en 2004 un crecimiento de 26% i.a.. Dado que la principal fuente de ingresos propios de los distritos subnacionales responde al impuesto a los ingresos brutos, la variación en la actividad económica y la evolución de los precios serían los factores determinantes de la mejora en los ingresos tributarios. También habrían mejorado la administración tributaria y el cumplimiento de los contribuyentes, en un contexto en el que no se registraron modificaciones tributarias relevantes. A pesar de este crecimiento, en 2004 se observó una caída en la participación de los recursos tributarios propios frente a los de origen nacional, a partir del incremento nominal de 55% de los recursos obtenidos por el esquema de CFI (ver Gráfico VI.9).

Como en 2002 y 2003, las regalías petroleras mantuvieron un nivel elevado en términos del Producto, duplicando en el último año el promedio de los '90. De hecho, en el último trimestre de 2004 se registró el mayor ingreso por regalías de la última década (\$876 millones), siendo el factor determinante en este comportamiento la suba del precio del petróleo.

Por su parte, con el aumento de 50% i.a. en el último trimestre del año pasado, el gasto primario durante 2004 se ubicó en \$51.350 millones (11,5% del PIB), lo que implicó un crecimiento de 30,9% i.a.,

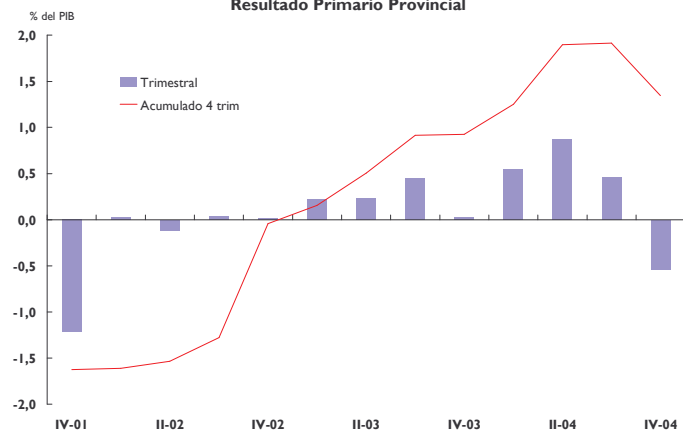
<sup>18</sup> Se considera a la deuda elegible no ingresada al canje por el valor de referencia máximo de dichos Pasivos acorde a los términos del Prospecto de Reestructuración (US\$6,6 billones).

**Gráfico VI.10**  
**Composición del Gasto Primario Provincial**  
(acum. 4 trim)



Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Hacienda

**Gráfico VI.11**  
**Resultado Primario Provincial**



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

liderado por la expansión de las erogaciones salariales (20,6% i.a.) y de la inversión real directa (59,3% i.a.), en un contexto de aumentos generalizados en todos los rubros (ver Gráfico VI.10).

En efecto, el gasto en personal, que era uno de los rubros más rezagados en los últimos años, impulsó el crecimiento del gasto público provincial durante el año pasado. Así, en virtud de la magnitud que representan en el total de erogaciones, este rubro explicó 33,5% del aumento total de gasto en 2004, cuando el año previo había explicado 14,3% de la suba. En este sentido, la sanción de la Ley de Responsabilidad Fiscal en agosto de 2004 podría haber influido en el devengamiento de gastos durante el último trimestre del año pasado. Sin embargo, como porcentaje del PIB, el gasto en personal aún se encuentra 1 p.p. por debajo del promedio de la década pasada.

Otro factor que impulsó el gasto provincial, principalmente en el segundo semestre del año, fueron las transferencias. Como consecuencia de la mayor afluencia de ingresos desde la Nación, en 2004 se observó un incremento importante de las transferencias a municipios y al sector privado. Las de carácter corriente crecieron 30,7% el año pasado y pasaron a explicar algo más del 30% del total de gasto corriente, alcanzando un máximo histórico de 3,1% en términos del PIB, es decir 0,4 p.p. por encima del promedio de la década pasada.

Los gastos de capital crecieron 78,4% en 2004, llegando a representar 14,8% de los gastos totales frente a 10,7% que representaban en 2003. Así, el gasto de capital se ubicó a fin de 2004 en 1,7% del PIB, el nivel más elevado de la última década, aunque la Inversión Real Directa (IRD) aún se mantiene por debajo de los máximos históricos.

En este contexto, el superávit primario para todo 2004 se ubicó en \$5.843 millones (1,3% del PIB), resultado que significa un aumento nominal de 76,7% con relación a 2003 (\$3.438 millones), de un modo consistente con la evolución de las cuentas fiscales de la Nación (ver Gráfico VI.11).

Si bien este resultado primario estuvo por encima del registrado el año anterior, la aceleración que experimentó el gasto primario en el segundo semestre de 2004 determinó un superávit inferior al esperado, aún cuando en los tres primeros trimestres el ahorro primario se había ubicado cerca de 2% del PIB.

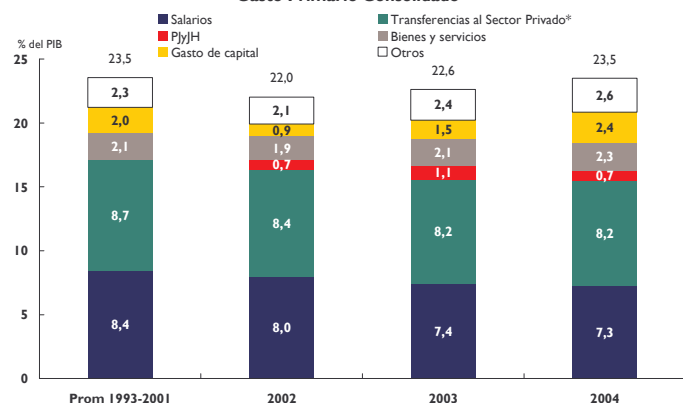
Adicionalmente, y dado que algunos incrementos salariales se concentraron en el segundo semestre de 2004, en los primeros meses de 2005 el gasto primario provincial mostraría un nuevo incremento respecto al ejecutado en el primer semestre de 2004.

## Resultados Fiscales Consolidados

Las finanzas públicas consolidadas de la Nación y las provincias alcanzaron en 2004 el superávit primario más alto de la historia, 5,2% del PIB. Sin embargo, la aceleración del gasto primario en ambos niveles de gobierno sobre fin de año determinó que el resultado fuera inferior al esperado.

La composición del gasto mostró un mayor vuelco hacia las erogaciones de capital, situación que se profundizaría durante 2005 en virtud de los anuncios realizados por el Gobierno Nacional y el incremento que se observa en las transferencias que realiza a las provincias por este concepto (ver Gráfico VI.12).

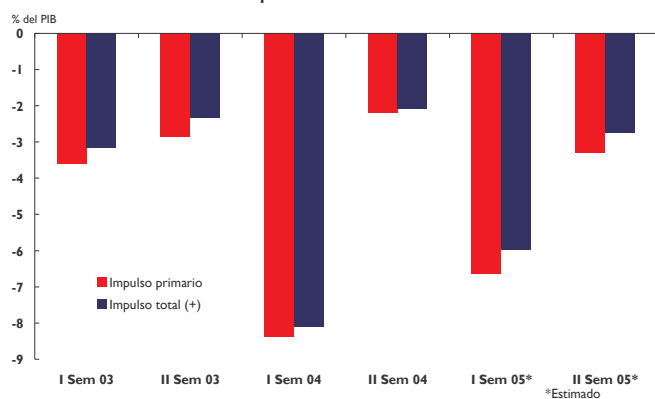
**Gráfico VI.12**  
**Gasto Primario Consolidado**



\* Incluye jubilaciones

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

**Gráfico VI.13**  
**Impulso Fiscal Consolidado**



(+) Se ajusta el resultado primario por los pagos de intereses que realiza el Sector Público a individuos residentes

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

En sentido contrario evolucionaron las erogaciones salariales. Sin embargo, sobre fines de 2004 varios distritos habrían otorgado aumentos a empleados públicos, aunque estos incrementos no resultaron suficientes para mantener la participación en términos del PIB, siendo esta situación explicada casi completamente por una menor recomposición sobre el gasto realizado en las provincias.

Para 2005 el resultado primario del Sector Público Consolidado en términos del PIB se ubicaría por debajo del alcanzado en 2004, más en línea con las pautas presupuestarias. El superávit alcanzaría aproximadamente 4,3% del PIB, con aportes de 3,4% de la Nación y 0,9% del conjunto de provincias. Así, el sector público en el segundo semestre del año sería un factor menos contractivo que en la primera mitad de 2005, aunque algo superior al observado en el segundo semestre del año pasado (ver Gráfico VI.13).



## VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

### VII.1 Síntesis

En junio, por octavo trimestre consecutivo, el BCRA cumplió con las metas previstas en el Programa Monetario 2005. La Base Monetaria Amplia (BMA) se ubicó en \$51.633 millones en promedio, lo que implicó un aumento de 1,9% en el primer semestre de 2005, equivalente a la mitad del crecimiento que mostró en el mismo período del año anterior. En términos reales, mientras que en 2004 se observó una expansión monetaria de 0,6%, en lo que va de 2005 se produjo una contracción de 3,9%, lo que muestra el cambio en el sesgo de la política monetaria seguida por el BCRA que, desde principios de año, redujo el estímulo monetario.

Igual que otros países de la región, como Brasil, México y Perú, el BCRA continuó desarrollando una estrategia prudencial anticíclica de acumulación de reservas internacionales, en un contexto de aumento de precios de las materias primas. Esta estrategia fue acompañada por una política de absorción monetaria, ejecutada mediante la colocación primaria de LEBAC y NOBAC, la concertación de operaciones de pases pasivos para el BCRA, el cobro de acreencias con las entidades financieras y la venta de títulos del Tesoro Nacional en el mercado secundario.

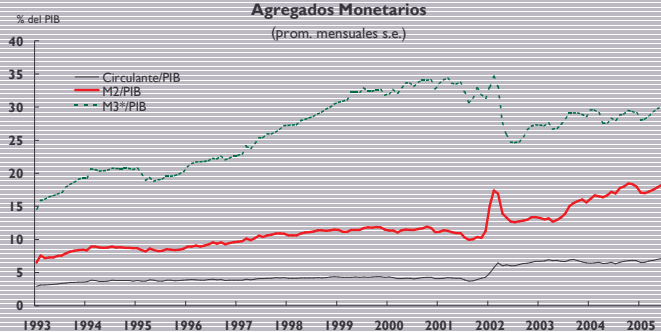
El BCRA continuó con su política de aumento gradual de las tasas de interés, elevando las de todas las especies de títulos que licita. Al igual que en el trimestre anterior, las mayores subas tuvieron lugar en los instrumentos de menor duración. También aumentó las tasas de interés de referencia de corto plazo, al ubicar la tasa por operaciones de pases pasivos para el BCRA a 7 días de plazo en 4,25% y la de los pases activos 5,25%, frente a 2,75% y 3,25% respectivamente, de fin del trimestre anterior.

Impulsados por el crecimiento de los depósitos a la vista, los medios de pago (M2) se incrementaron 6,4% en el trimestre, mientras que el agregado monetario más amplio (M3) registró un alza trimestral de 5,6%.

En el segundo trimestre los préstamos al sector privado totalizaron \$43.690 millones, acumulando una variación interanual de \$10.610 millones (32,1%). Por primera vez en el período post-convertibilidad todas las líneas de préstamos, desde los adelantos a corto plazo hasta los hipotecarios de largo plazo, registraron variaciones positivas en el trimestre.

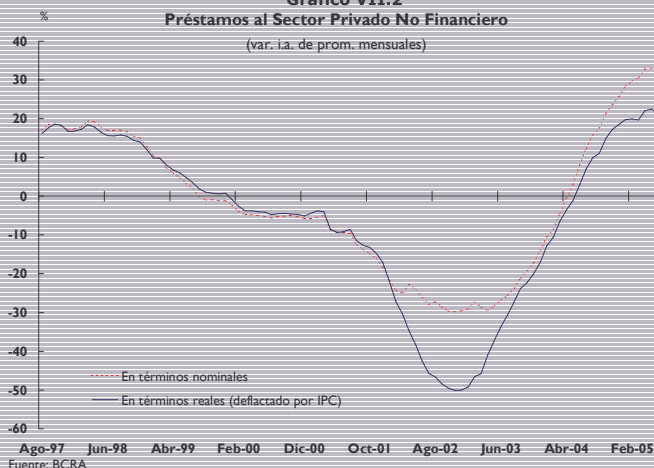
De acuerdo a la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), el peso se depreció respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales en abril y mayo, para revertir ese movimiento durante junio, finalizando prácticamente en el mismo nivel que había registrado en marzo de 2005. De todas maneras, en los últimos doce meses, el peso continúa acumulando una depreciación real de 2,6%, según surge del ITCRM.

**Gráfico VII.1**  
Agregados Monetarios  
(prom. mensuales s.e.)



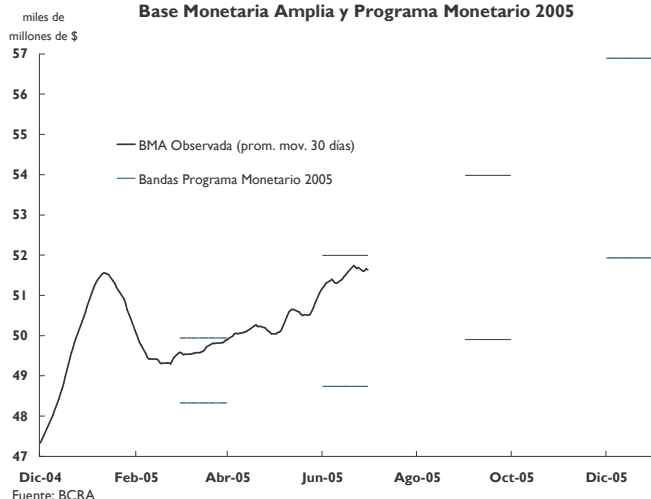
Notas:  
Circulante: Billetes y monedas en poder del público + cuasimonedas en circulación.  
M2: Circulante + cuenta corriente \$ + cuenta corriente US\$ durante convertibilidad + caja de ahorro + 50% de caja de ahorro US\$ durante convertibilidad + depósitos de cuasimonedas.  
M3+: Circulante + total de depósitos en \$ y US\$.  
Fuente: BCRA

**Gráfico VII.2**  
Préstamos al Sector Privado No Financiero  
(var. i.a. de prom. mensuales)



Fuente: BCRA

**Gráfico VII.3**  
**Base Monetaria Amplia y Programa Monetario 2005**

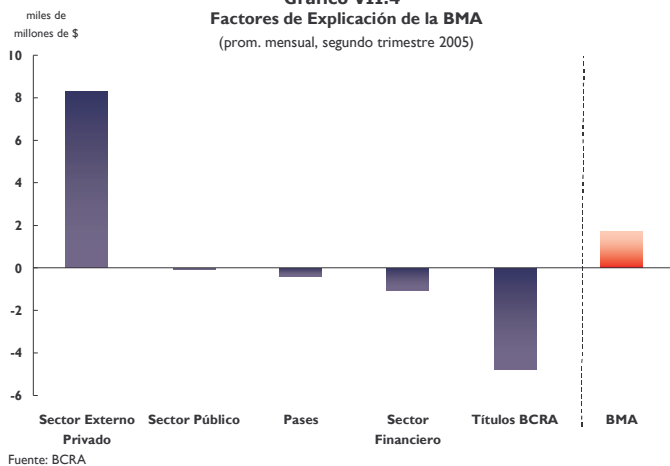


## VII.2 Política Monetaria y Tasas de interés

En junio, por octavo trimestre consecutivo, el BCRA cumplió con las metas previstas en el Programa Monetario 2005. La Base Monetaria Amplia (BMA) se ubicó en \$51.633 millones en promedio, lo que implicó un aumento de 1,9% en el primer semestre de 2005, equivalente a la mitad del crecimiento registrado en el mismo período del año anterior. Estas cifras muestran el cambio en el sesgo de la política monetaria a partir de comienzos de este año. En términos reales el efecto es aún mayor, ya que en 2004 se observó una expansión de 0,6% mientras que este año la Base acumula una contracción de 3,9%. Por otra parte, a fines de junio la BMA se ubicó en \$51.534 millones, muy cerca del promedio del mes (ver Gráfico VII.3).

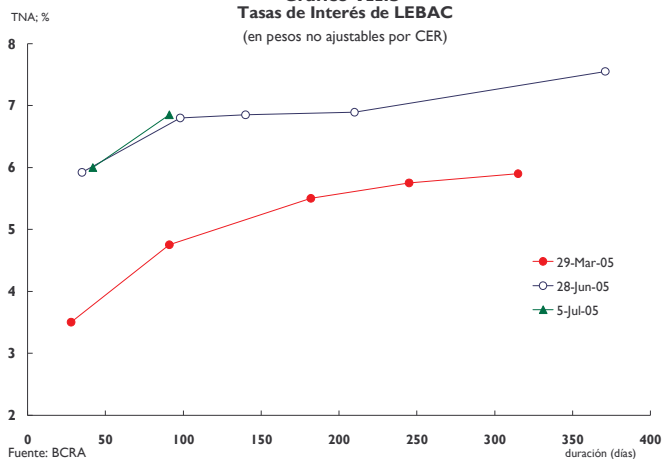
Durante el segundo trimestre, el BCRA continuó desarrollando su estrategia prudencial anticíclica de acumulación de reservas internacionales en un contexto de aumento de precios de las materias primas, en forma semejante a la política que están llevando a cabo otros países de la región, como Brasil, México y Perú (ver Apartado 3). Esta estrategia fue acompañada por una política de absorción monetaria, ejecutada mediante la colocación primaria de LEBAC y NOBAC, la concertación de operaciones de pases pasivos para el BCRA, el cobro de acreencias con las entidades financieras y la venta de títulos del Tesoro Nacional en el mercado secundario.

**Gráfico VII.4**  
**Factores de Explicación de la BMA**  
(prom. mensual, segundo trimestre 2005)



La colocación de LEBAC y NOBAC fue el instrumento de mayor efecto contractivo sobre la BMA, al ocasionar una reducción de \$4.780 millones en el trimestre. Asimismo, las entidades financieras continuaron pagando redescuentos en el marco del esquema de cancelación de asistencias por iliquidez conocido como “matching”. Además de las cuotas previstas, algunas entidades decidieron adherirse a la posibilidad, implementada por el BCRA a partir de comienzos de año, de cancelar de manera anticipada parte o la totalidad de sus deudas. Mediante estos dos tipos de operaciones, el pago de redescuentos involucró una disminución de la BMA de \$1.075 millones. Adicionalmente, el mercado de pases con el BCRA siguió mostrando un importante dinamismo y en el trimestre, las entidades aumentaron el saldo vigente de este tipo operaciones en \$422 millones, lo que ocasionó una caída equivalente en la BMA. Por otra parte, a partir de junio el BCRA comenzó a realizar operaciones de mercado abierto mediante la compra y venta de títulos emitidos por el Tesoro Nacional en el mercado secundario. En el mes realizó principalmente ventas de parte de los bonos que componían su cartera, lo que generó una absorción monetaria de \$139 millones (ver Gráfico VII.4).

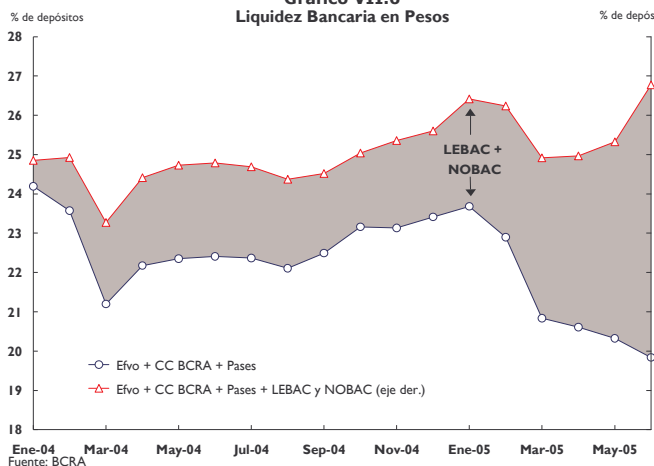
**Gráfico VII.5**  
**Tasas de Interés de LEBAC**  
(en pesos no ajustables por CER)



Durante el segundo trimestre, el BCRA continuó con su política de aumento gradual de las tasas de interés, determinando alzas en todas las especies de los distintos instrumentos que licita este Banco Central. Al igual que en el trimestre anterior, las mayores subas tuvieron lugar en los instrumentos de menor duración. Las tasas de las LEBAC de 1 y 3 meses registraron incrementos de 2,4 puntos porcentuales (p.p.) y 2 p.p. respectivamente, mientras que las de 6 y 12 meses presentaron aumentos en sus tasas de 1,2 p.p. y 1,6 p.p. respectivamente (ver Gráfico VII.5). Por otro lado, en abril se amplió la gama de títulos que ofrece el BCRA con la introducción en el mercado de NOBAC con cupón variable, calculado por la sumatoria



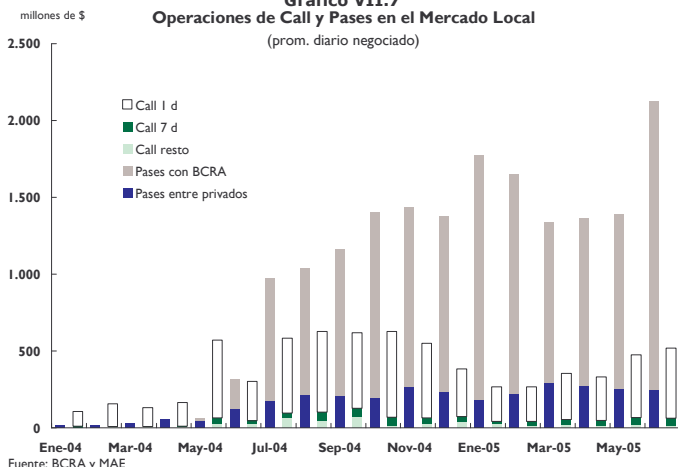
**Gráfico VII.6**  
Liquidez Bancaria en Pesos



de la tasa BADLAR<sup>19</sup> más un margen fijo de 2,5 p.p.. Adicionalmente, en mayo comenzaron a emitirse otras similares pero tomando como referencia la misma tasa de interés pagada en promedio por los bancos privados.

La mayor colocación de títulos por parte del BCRA afectó directamente la composición de la liquidez del sistema bancario al incrementar el porcentaje invertido en LEBAC y NOBAC. Las entidades financieras mantuvieron en junio 16% de sus depósitos en títulos del BCRA, contra 13% que mantenían en cartera en el primer trimestre y alrededor de 11% durante 2004. Por su parte, los fondos mantenidos por los bancos en efectivo, en sus cuentas corrientes en el BCRA y en pasivos pasivos con el BCRA disminuyeron en el trimestre a 19,8% de los depósitos (-1 p.p. respecto a marzo y -3,6 p.p. en lo que va del año). Dicha caída se concentró en los depósitos a la vista en el BCRA, por cuanto los pasivos pasivos se mantuvieron prácticamente invariantes como porcentaje de los depósitos (ver Gráfico VII.6).

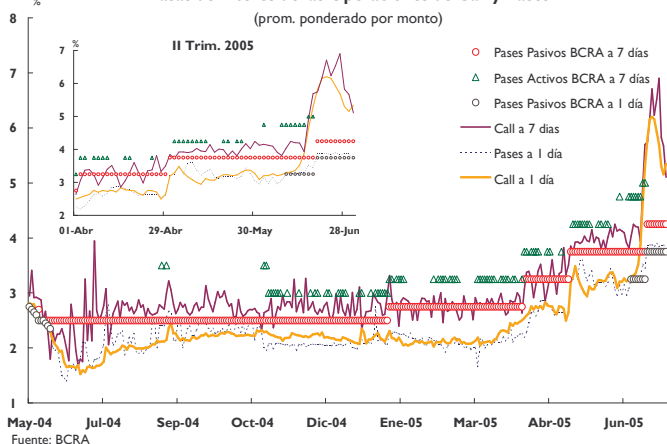
**Gráfico VII.7**  
Operaciones de Call y Pases en el Mercado Local  
(prom. diario negociado)



Cabe señalar que el resultado cuasifiscal continuaría arrojando un superávit, tanto en las estimaciones para lo que va de 2005, como en las proyecciones hasta fin de año, ya que el rendimiento de las reservas internacionales del BCRA y los cobros de intereses y CER por las asistencias por iliquidez otorgadas por esta institución a las entidades financieras, más que compensan los egresos por pagos de servicios de los títulos que el BCRA emite y los costos de otros pasivos.

La caída en las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA redujo en junio el exceso en la posición de efectivo mínimo en pesos a 0,3% de los depósitos, equivalente a \$400 millones aproximadamente. Los fondos excedentes inmovilizados voluntariamente por las entidades en el BCRA disminuyeron de esta manera cerca de \$1.500 millones con respecto a marzo y \$2.000 millones si se lo compara con diciembre. En el segmento en moneda extranjera, el excedente de efectivo mínimo representa cerca de US\$1.300 millones.

**Gráfico VII.8**  
Tasas de Interés de las Operaciones de Call y Pases  
(prom. ponderado por monto)



El BCRA también aumentó las tasas de interés de referencia de corto plazo. Es así que, a fines del segundo trimestre, la tasa por operaciones de pasivos pasivos para el BCRA a 7 días de plazo alcanzó 4,25% y la de los pasivos activos al mismo plazo se ubicó en 5,25%, frente a 2,75% y 3,25% respectivamente que se pactaban al término del trimestre anterior. A partir de junio, esta institución volvió a habilitar la posibilidad de que las entidades mejoren el manejo de su liquidez concertando operaciones a 1 día. A fines del período, el BCRA tomaba pasivos pasivos en este segmento a 3,75%.

El monto diario promedio operado por el BCRA en el mercado de pasivos fue de \$1.361 millones, similar al negociado durante el trimestre anterior. A fin de junio, el saldo vigente de operaciones de pasivos pasivos ascendió a \$6.679 millones (\$1.937 millones superior al de fin de marzo), en tanto que el de pasivos activos fue nulo. El monto negociado entre terceros rondó los \$260 millones diarios en promedio (ver Gráfico VII.7).

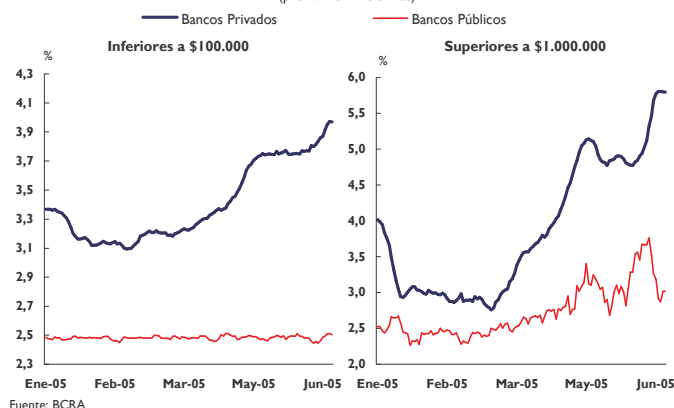
Las tasas de interés en el mercado interbancario mostraron una tendencia ascendente, siguiendo la trayectoria de las tasas de interés de referencia de corto plazo establecidas por el BCRA mediante su

<sup>19</sup> Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades financieras.



Gráfico VII.9

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



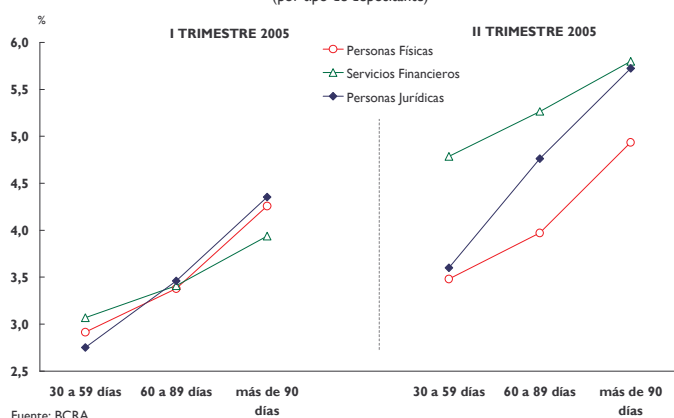
Fuente: BCRA

operatoria de pases. Adicionalmente, durante mayo el mercado interbancario había visto incrementada su actividad y elevado las tasas de interés, debido a la alta concentración de pagos impositivos que elevaron las necesidades de fondos de las empresas. Este fenómeno se profundizó en junio, en consonancia con el comportamiento de las tasas de interés de los títulos que emite el BCRA y las mayores necesidades de liquidez estacionales relacionadas al pago de aguinaldos a partir de la última parte del mes.

Los montos operados en el mercado interbancario, que durante marzo promediaban \$350 millones diarios, ascendieron a \$530 millones diarios en junio. Las tasas de interés de las operaciones pactadas a 1 día hábil se duplicaron en el trimestre, pasando de 2,3% promedio en marzo a 4,6% en junio. De manera similar, las tasas de interés de las operaciones a 7 días se incrementaron 2,1 p.p. en el trimestre, promediando en junio 4,9% (ver Gráfico VII.8).

Gráfico VII.10

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



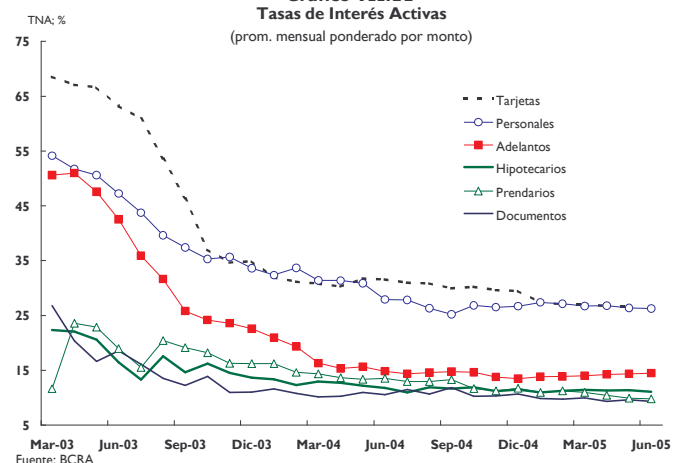
Fuente: BCRA

Las tasas de interés pasivas continuaron durante el trimestre con la tendencia creciente iniciada a fines del trimestre anterior, para acompañar así la evolución positiva de las tasas de interés establecidas por el BCRA tanto en el mercado de pases como en el mercado primario de LEBAC y NOBAC.

Las variaciones más importantes tuvieron lugar en el tramo de más corto plazo (30-44 días), en particular en el segmento de bancos privados. El alza de las tasas de interés del mercado interbancario y de los instrumentos emitidos por el BCRA, así como la necesidad de fondos líquidos por parte de las empresas para la cancelación de vencimientos impositivos y el pago de aguinaldos, influyeron de manera significativa sobre las tasas de interés pagadas por los bancos de capital privado, especialmente en el segmento mayorista. En efecto, la tasa de interés promedio negociada por estas entidades en ese segmento se incrementó 2,4 p.p., finalizando el trimestre en alrededor del 5,25%, mientras que en el segmento minorista creció sólo 0,6 p.p., ubicándose en 3,85% en junio. En un contexto de tasas de interés crecientes, los bancos públicos también elevaron la tasa pagada en el segmento mayorista, que pasó de 2,45% en marzo a 3,25% en junio. Por el contrario, en el segmento minorista, estas entidades mantuvieron la tasa de interés promedio en el mismo nivel que durante los últimos 12 meses, es decir 2,5% (ver Gráfico VII.9).

Gráfico VII.11

Tasas de Interés Activas  
(prom. mensual ponderado por monto)



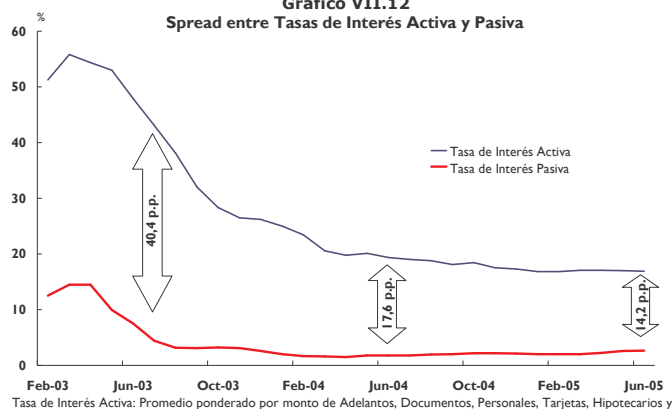
Fuente: BCRA

Las variaciones de las tasas de interés se tradujeron en un desplazamiento hacia arriba de todas las curvas de rendimiento de depósitos a plazo fijo, siendo la correspondiente a las instituciones prestadoras de servicios financieros (AFJP, FCI, compañías de seguro) la que presentó el alza más significativa durante el trimestre. La remuneración promedio recibida por esos depositantes aumentó 1,8 p.p., cuando el rendimiento promedio de las colocaciones pactadas por el resto de las personas jurídicas creció 1,2 p.p. y el de las imposiciones realizadas por las personas físicas registró una suba de 0,6 p.p. (ver Gráfico VII.10).

Las tasas de interés<sup>20</sup> para préstamos a largo plazo continuaron en baja no obstante la tendencia alcista que mostraron en las financiaciones a corto plazo. Las tasas de interés de los adelantos en

<sup>20</sup> La información sobre tasas de interés activas surge del requerimiento informativo mensual SISCEN 08 el cual presenta información hasta mayo de 2005, los valores de junio de 2005 fueron estimados a partir del requerimiento diario SISCEN 18, con datos de préstamos otorgados al sector privado en Capital Federal y Gran Buenos Aires. Todos los datos son provisorios y están sujetos a revisión.

**Gráfico VII.12**  
Spread entre Tasas de Interés Activa y Pasiva



Tasa de Interés Activa: Promedio ponderado por monto de Adelantos, Documentos, Personales, Tarjetas, Hipotecarios y Prendarios.  
Tasa de Interés Pasiva: Promedio ponderado por monto de Caja de Ahorros y Depósitos a Plazo Fijo.  
Fuente: BCRA

cuenta corriente aumentaron 0,5 p.p. durante el trimestre, promediando 14,5% en junio. Por su parte, la tasa de interés de los documentos a sola firma, luego del aumento estacional de mayo, volvió en junio al mismo nivel de marzo, 9,4%. Por el contrario, en un contexto de aumento en el volumen de nuevos préstamos otorgados, la tasa de interés de préstamos hipotecarios se redujo 0,4 p.p. en el trimestre para arrojar un promedio de 11,1% para junio. Del mismo modo, la tasa para préstamos prendarios presentó el mayor descenso del trimestre, con una baja de 1,2 p.p., y se ubicó en junio en 9,8%. Por último, la tasa de interés de los préstamos personales acumuló en los últimos tres meses una caída de 0,5 p.p. ubicándose en junio en 26,3%, revirtiendo el alza que mostró en el primer trimestre, en tanto que la tasa por financiaciones con tarjetas de crédito, acompañando la baja de los personales, se redujo en igual magnitud para alcanzar en mayo 26,5% (ver Gráfico VII.11).

La baja de la mayoría de las tasas de interés activas, junto con el aumento de las tasas de interés pasivas, implicaron una nueva reducción del *spread*, que fue en junio cercano a 14,2 p.p., lo que representa un descenso de 3,4 p.p. respecto a un año atrás y de 26,1 p.p. frente al mismo mes de 2003 (ver Gráfico VII.12).

### Apartado 3. ¿Por qué los países emergentes acumulan reservas?

Una de las medidas implementadas por el BCRA para respaldar la actual política económica es recomponer el nivel de reservas internacionales. Desde enero de 2003 las reservas aumentaron casi 180% alcanzando a principio de julio US\$23.128 millones, el mayor nivel desde abril de 2001. Sin embargo, la recomposición de reservas no es una política exclusiva de la Argentina. Luego de la inestabilidad macroeconómica y financiera que agitó el escenario mundial en la segunda mitad de la década del '90, los principales países emergentes han priorizado la acumulación de reservas como un mecanismo para reducir la vulnerabilidad de sus economías y la persistente volatilidad cambiaria. A diferencia de lo que ocurrió en el pasado, la acumulación de reservas internacionales entre 2000 y 2004 en varios países emergentes es consecuencia de un superávit de cuenta corriente y no de una significativa entrada de capitales. Este ahorro se ha visto favorecido por las mejoras en los términos de intercambio derivadas de los altos precios de los *commodities*. En América Latina, la estrategia de acumulación de reservas internacionales coexiste con el objetivo de los bancos centrales de preservar la estabilidad de precios, y tiene el respaldo de una situación de equilibrio fiscal que brinda sustentabilidad a esta política.

En Argentina, las razones para la intervención del Banco Central en el mercado de cambios se modificaron sustancialmente en los últimos 5 años. En 2002, en medio de la salida de la Convertibilidad, el BCRA tuvo que enfrentar diversos desafíos. En primer lugar, era necesario controlar la enorme salida de capitales y el consiguiente *overshooting* del tipo de cambio. Durante 2001, el mantenimiento del esquema de Convertibilidad había causado una reducción de las reservas del BCRA desde US\$27.000 millones hasta US\$18.700 millones. Las reservas alcanzaron un mínimo de US\$8.250 millones en enero de 2003. Con el fin de contrarrestar la creciente dolarización de la economía y evitar un colapso financiero más severo, se impusieron controles a la salida de capitales, y en mayo de 2002 se crearon las Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC, respectivamente) para proveer al mercado interno de un activo denominado en pesos que pudiera ser una alternativa al dólar y los activos denominados en esa moneda. Pasado lo peor de la crisis, la mayor parte de las restricciones a la compra de divisas fueron gradualmente eliminadas. Desde entonces el BCRA ha intervenido en el mercado de cambios buscando morigerar la volatilidad del tipo de cambio y reconstruir el volumen de reservas internacionales, con un claro propósito anticíclico, dentro del marco provisto por los sucesivos programas monetarios, y esterilizando toda emisión primaria que excediera los parámetros de crecimiento de la base monetaria allí establecidos.

La decisión acerca del nivel de reservas internacionales que debe mantener un país está asociada principalmente a la necesidad de contar con cierto grado de liquidez en divisas para cumplir con sus obligaciones con el exterior y afrontar cambios abruptos en las condiciones financieras externas (derivados de *shocks* financieros o reales), y así atenuar el impacto de los ajustes frente a desequilibrios y garantizar la continuidad de las instituciones cambiarias y monetarias. En países emergentes como Argentina, la racionalidad detrás de la política de acumulación de reservas internacionales sobre la base de la intervención en el mercado cambiario, se extiende más allá de la obligación de cumplir con los compromisos externos: es fundamental contar con un adecuado nivel de liquidez después de una crisis, para brindar una señal clara al mercado (las calificadoras de riesgo asocian inversamente el nivel de reservas internacionales con el riesgo país), que posibilite el ingreso de capitales de largo plazo. Por tal motivo, la acumulación de reservas internacionales puede verse como la adquisición de una garantía que permite restablecer los flujos de capitales hacia el país.

La acumulación de reservas genera un aumento en la liquidez que de ser mayor que la demanda interna de saldos monetarios debe ser esterilizado. El costo de la política de acumulación de reservas está dado por un eventual aumento en la tasa de inflación o por el que se origina, al producirse la esterilización, en un diferencial entre las tasas externa e interna de interés (esto último aumentaría el costo de oportunidad de mantener un alto nivel de reservas internacionales). Pero una adecuada política de esterilización, puede minimizar el costo inflacionario del ingreso de divisas. En cambio, el beneficio de la política de acumulación de reservas es la reducción en el valor esperado de la pérdida de ingreso nacional que se observaría en caso de que una crisis de liquidez causara un nuevo colapso financiero.

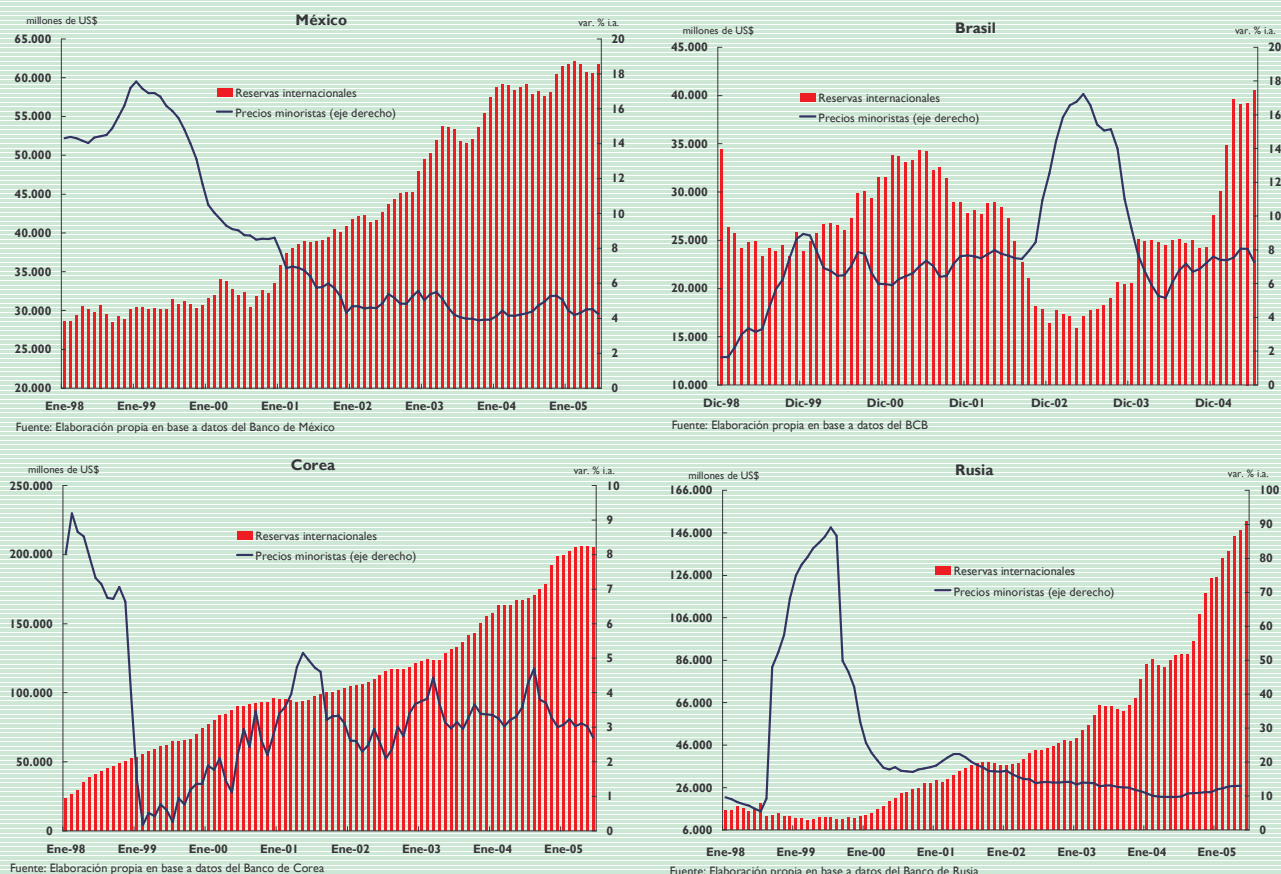
#### La experiencia en otros países

Una gran cantidad de países de la región y del mundo están realizando políticas de acumulación de reservas similares a las que realiza la Argentina. Esta política puede implementarse en forma discrecional como en Brasil, Argentina y Perú, o puede estar basada en una regla o programa como ha ocurrido en Turquía, México y Colombia. A veces se argumenta que las intervenciones en el mercado cambiario, especialmente aquellas realizadas con la intención de acumular reservas, deberían implementarse a través de reglas. Sin embargo, en ciertos casos, una política de acumulación de reservas basada en reglas puede finalizar generando más volatilidad cambiaria que un proceso de intervención discrecional: si las autoridades se comprometen a mantener un cierto nivel de acumulación de reservas en forma periódica, una abrupta disminución en el flujo de capitales hacia el país puede llevar a las autoridades a enfrentar el dilema de tener que modificar la regla (y socavar su credibilidad), o enfrentar una mayor volatilidad cambiaria. En cambio, las políticas discrecionales otorgan la flexibilidad para efectuar las compras de divisas en las condiciones de mercado más oportunas, aunque pueden tener un costo de credibilidad

para la autoridad monetaria, ya que el mercado puede percibir que el objetivo real de la autoridad monetaria es sostener un objetivo de tipo de cambio.

Por otra parte, pese a la creciente difusión de los esquemas de política monetaria que combinan metas de inflación y flotación cambiaria, muchos países emergentes (y varios desarrollados) intervienen sostenidamente en el mercado de divisas para suavizar la volatilidad cambiaria. Por su parte, algunos países asiáticos han mantenido un objetivo cambiario de hecho que implica mantener cierta depreciación de su moneda con relación al dólar para mantener su competitividad externa. Estas políticas han resultado relativamente exitosas, en la medida que la inflación se ha mantenido bajo control, el crecimiento es sostenido y el sistema financiero se mantiene sólido. En el Gráfico N° 1 se presentan algunos ejemplos de países que han incrementado significativamente sus reservas internacionales y no han registrado subas importantes en sus niveles de inflación.

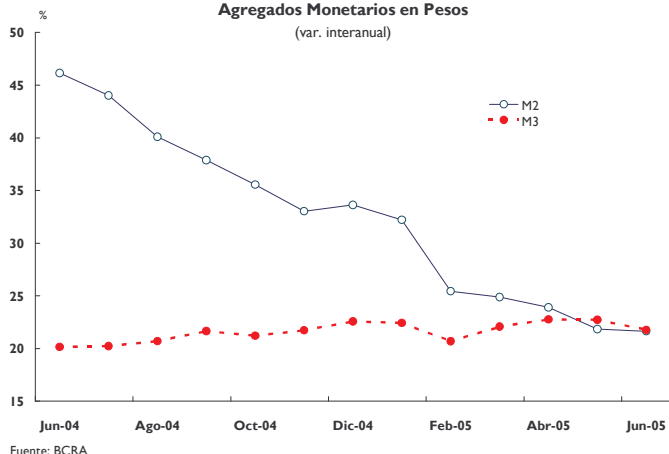
**Gráfico N° 1: Inflación y Reservas Internacionales**



México constituye un caso interesante. Una de las principales fuentes de incertidumbre en el sistema financiero tras la crisis iniciada a fines de 1994, estaba dada por el bajo nivel de reservas internacionales con que contaba el Banco de México. Fue por ello que, como complemento a los ingresos de divisas generados por Petróleos Mexicanos (PEMEX), las autoridades decidieron iniciar en agosto de 1996 un programa de venta de opciones que incluían el derecho a vender dólares al Banco de México cuando el precio de ejercicio (tipo de cambio del día anterior) estuviera por debajo del promedio móvil del tipo de cambio de los 20 días previos. Este programa de acumulación de reservas finalizó en junio de 2001 y resultó en la adquisición de más de US\$12.000 millones. Las expansiones de liquidez que resultaron de las compras de divisas por parte del Banco de México fueron completamente esterilizadas y no generaron presiones inflacionarias: la tasa de inflación descendió continuamente desde niveles del 50% anual a fines de 1995 hasta alrededor del 5% anual a partir de 2001. La significativa acumulación de reservas llevó a las autoridades a iniciar en mayo de 2003 un programa de venta de divisas que tiene por objetivo morigerar el ritmo de acumulación de reservas y el costo de mantener reservas adicionales.

En Argentina, la acumulación de reservas se viene dando a través de intervenciones regulares en el mercado de cambios interno. En los primeros tiempos, esta estrategia se convirtió en la contraparte de una agresiva y exitosa política de remonetización de la economía, por lo cual el grado de esterilización de la emisión resultante era bajo. A partir de la segunda mitad de 2004, cuando la demanda de pesos comenzó a normalizarse, la esterilización, a través de LEBAC/NOBAC y pases pasivos, se fue acrecentando hasta hacerse completa en 2005, de modo tal de mantener el crecimiento de la base monetaria dentro de las pautas previstas en el Programa Monetario 2005.

**Gráfico VII.13**  
Agregados Monetarios en Pesos  
(var. interanual)

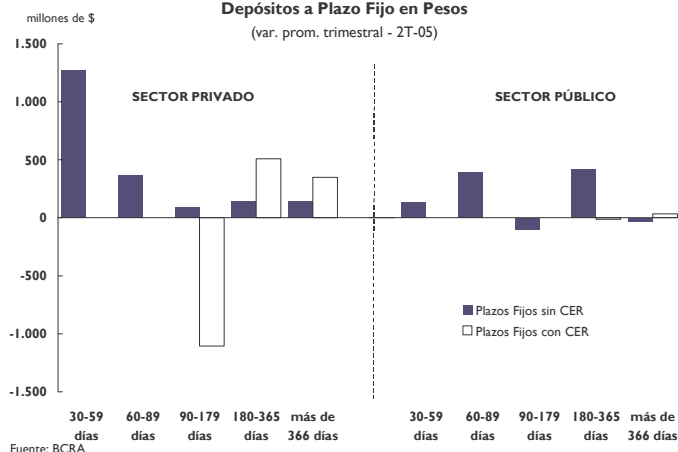


### VII.3 Agregados Monetarios

Durante el segundo trimestre, los agregados monetarios mostraron un aumento debido a que tanto los depósitos como el circulante en poder del público continuaron su tendencia creciente. (ver Gráfico VII.13).

Los medios de pago (M2) se incrementaron 6,4% en el trimestre, lo que implicó un crecimiento interanual de 21,6%, observándose una desaceleración respecto al trimestre anterior de 3,2 p.p.. El crecimiento del M2 fue impulsado por las colocaciones a la vista, que en el trimestre aumentaron \$3.380 millones (6,6%), cifra fuertemente influida por el crecimiento de los depósitos del sector público. Contrariamente a lo ocurrido durante los tres primeros meses del año, los depósitos a la vista del sector privado registraron un crecimiento relativamente moderado, dado que una parte de ellos fue empleada para el pago de vencimientos impositivos durante mayo. Como contrapartida, en las colocaciones transaccionales del sector público se advirtió una suba significativa. Por su parte, el circulante en poder del público aumentó 6,2% en el trimestre.

**Gráfico VII.14**  
Depósitos a Plazo Fijo en Pesos  
(var. prom. trimestral - 2T-05)

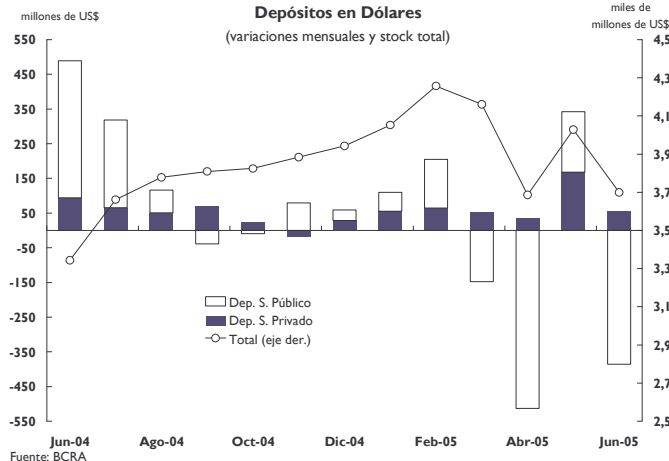


El agregado monetario más amplio (M3) registró un alza trimestral de 5,6% y en términos interanuales de 21,8%, que resultó 0,3 p.p. inferior a la del trimestre anterior. A diferencia de los meses previos, el incremento del M3 fue impulsado principalmente por el aumento del M2.

Los depósitos a plazo fijo aumentaron \$2.590 millones en el trimestre (5,7%), en tanto que el *stock* de CEDRO ajustados por CER se redujo \$480 millones. Como consecuencia, el incremento neto de las colocaciones a plazo fue de \$2.110 millones (4,5%).

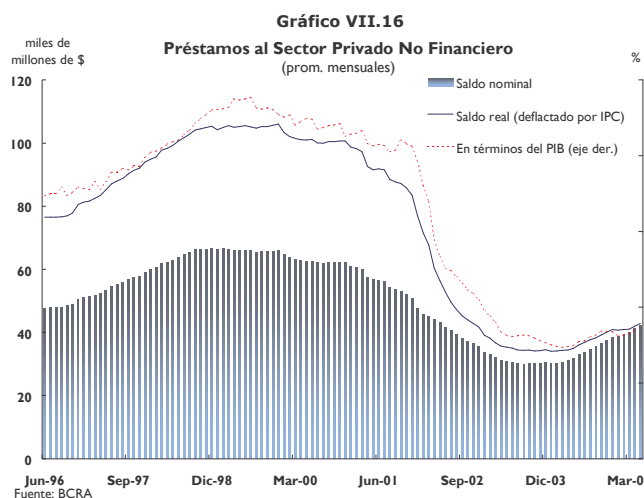
Al igual que durante los últimos meses, la mayor parte de las nuevas colocaciones a plazo fijo respondieron a depósitos del sector privado, que crecieron \$1.760 millones (4,9%). El 70% de las operaciones se concretó en el segmento mayorista, que mantuvo así la tendencia creciente que viene registrando desde junio del año pasado, y el resto correspondió a colocaciones menores a \$1 millón. En términos de estructura de plazo, la mayor parte de esos depósitos se concentró en el segmento de corto plazo. Este comportamiento estuvo asociado, en parte, a las necesidades de fondos líquidos de las empresas para cancelar el saldo del impuesto a las ganancias correspondiente a 2004 durante mayo y para el pago de aguinaldos a fin del semestre. A su vez, en el segmento de imposiciones ajustables por CER, se advirtió una fuerte cancelación en los tramos de menor plazo y una moderada colocación de fondos en los de plazos más largos, lo que respondió al alargamiento del plazo mínimo de estas colocaciones dispuesto por el BCRA, que pasó de 270 a 365 días a principios de abril. Por su parte, los depósitos a plazo fijo del sector público aumentaron \$830 millones (8,5%). Las nuevas colocaciones se concretaron casi en su totalidad en el segmento sin ajuste por CER, concentrándose en los tramos de 60 a 89 días y de 180 a 365 días (ver Gráfico VII.14).

**Gráfico VII.15**  
Depósitos en Dólares  
(variaciones mensuales y stock total)



Los depósitos en dólares registraron en el trimestre una disminución de US\$460 millones y su *stock* se ubicó en US\$3.700 millones en junio. Esta caída se explica principalmente por la disminución de depósitos en caja de ahorros del sector público. Específicamente, el sector público redujo sus colocaciones en caja de ahorros en alrededor de US\$730 millones y utilizó dichos fondos mayormente





para el pago de obligaciones en divisas. Los depósitos públicos a plazo mostraron un leve incremento de US\$10 millones totalizando una caída en el trimestre de los depósitos públicos en moneda extranjera de US\$720 millones. Por su parte, las colocaciones del sector privado mantuvieron su tendencia creciente, con un incremento trimestral de US\$260 millones que se repartió de manera homogénea en depósitos a plazo y a la vista (US\$140 millones y US\$120 millones, respectivamente). Cabe mencionar que el aumento de depósitos del sector privado se vio incrementado este trimestre por el cobro de la última cuota de amortización del BODEN 2005 que tuvo lugar en mayo (ver Gráfico VII.15).

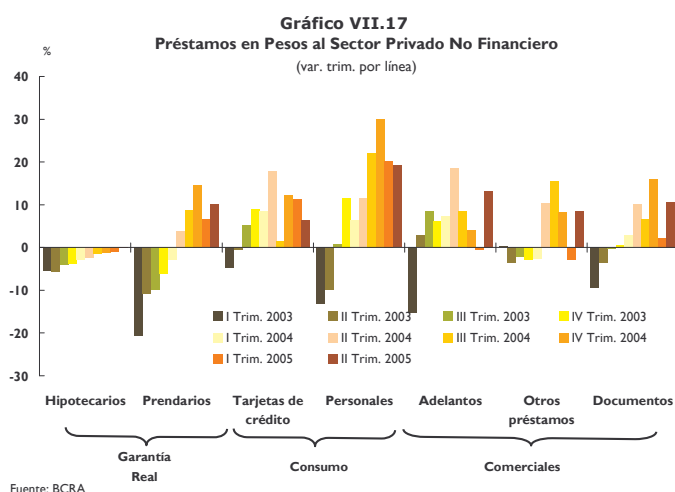
### Crédito al sector privado<sup>21</sup>

Los préstamos en pesos al sector privado crecieron \$3.140 millones (8,9%) en el segundo trimestre, que sumados a los \$641 millones (12,7%) que aumentaron los préstamos en moneda extranjera, llevaron a que los préstamos al sector privado totalizaran \$43.690 millones, acumulando una variación interanual de \$10.610 millones (32,1%). El *stock* de préstamos representa actualmente 8,9% del PIB, 1,5 p.p. superior al mínimo registrado en marzo de 2004 y 0,6 p.p. superior al trimestre pasado (ver Gráfico VII.16). Es destacable que por primera vez en el período post-convertibilidad todas las líneas de préstamos, desde los adelantos a corto plazo, hasta los hipotecarios de largo plazo, registraron variaciones positivas en el trimestre.

Tras la desaceleración, en parte estacional, observada en el primer trimestre, y siendo el segundo trimestre de 2005 un período en el cual debido a la concentración de pagos impositivos y al pago de aguinaldos las empresas enfrentan mayores necesidades de liquidez, las financiaciones comerciales (adelantos, documentos y otros préstamos) volvieron a crecer con fuerza, constituyéndose nuevamente en el principal motor del crecimiento. Los adelantos en cuenta corriente se incrementaron \$840 millones (13,2% trimestral, 27,2% i.a.). Las financiaciones efectuadas mediante documentos se incrementaron \$730 millones (10,7% trimestral, 40,2% i.a.), mientras que los “otros préstamos” crecieron \$290 millones (8,5% trimestral, 31,8% i.a.).

Gracias a la gradual mejora en el empleo formal y al crecimiento de la masa salarial, el crédito al consumo (préstamos personales y financiaciones con tarjetas de crédito) continuó presentando un excelente desempeño. Los préstamos personales subieron \$930 millones (19,2% en el trimestre, 87,4% i.a.) favorecidos por los cambios normativos impulsados por el BCRA tendientes a facilitar el otorgamiento de préstamos personales de bajo valor. Por su parte, las financiaciones con tarjetas de crédito aumentaron \$160 millones (4,8% en el trimestre, 33,2% i.a.).

Las ventas de automotores recuperaron desde marzo los niveles de fines de 1999, lo que explica en parte el buen desempeño de los préstamos prendarios, que se incrementaron \$180 millones (10,2% en el trimestre, 48,1% i.a.). En el caso de los préstamos hipotecarios, por primera vez desde la crisis de 2001-2002, las nuevas



<sup>21</sup> Al igual que en los trimestres pasados, en los últimos meses se han producido movimientos contables, ocasionados por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros. En el momento de la conformación de un fideicomiso financiero con cartera de préstamos de un banco, esa parte de la cartera se quita del rubro “Préstamos” en el balance y se transfiere al fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco los créditos trasladados se registran en el rubro “Préstamos” del balance. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por este tipo de operatoria que, si bien altera los saldos contables, no afectan al *stock* de financiaciones otorgadas.



financiaciones superaron en monto a las amortizaciones y precancelaciones, por lo que mostraron una suba, de \$14 millones (0,2% en el trimestre, -3,5% i.a.).

## VII.4 Mercado de Cambios

El saldo de las reservas internacionales aumentó US\$2.700 millones entre fin de marzo y fin de junio y se ubicó al término del trimestre en US\$23.052 millones, alcanzando el máximo nivel desde abril de 2001. El incremento trimestral fue resultado básicamente de la compra neta de divisas del BCRA al sector privado, parcialmente compensadas por pagos a Instituciones Financieras Internacionales (IFI).

El volumen operado en el mercado de cambios se incrementó 32% en relación con el trimestre anterior. Esto respondió, en parte, a factores estacionales ya que el segundo trimestre es el período donde se exporta y se liquida la mayor parte de la cosecha gruesa.

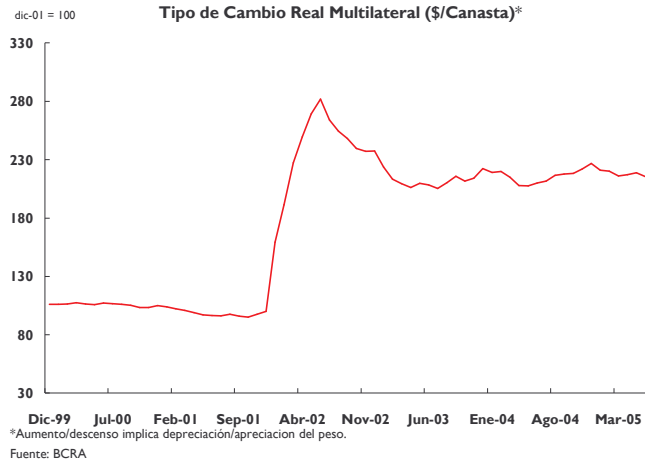
De acuerdo a la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) el peso se depreció frente a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales en los meses de abril y mayo, revirtiendo ese movimiento durante junio, para finalizar prácticamente en el mismo nivel que había registrado en marzo de 2005. En términos nominales, el peso se depreció respecto al real brasileño y se apreció respecto al euro, manteniéndose relativamente estable frente al dólar, lo que, sumado a la mayor inflación en Argentina, redundó en que el tipo de cambio real multilateral permaneciera estable. De todas maneras, en los últimos doce meses el peso continúa acumulando una depreciación real de 2,6%, según surge del ITCRM (ver Gráfico VII.18).

## VII.5 Otros Activos

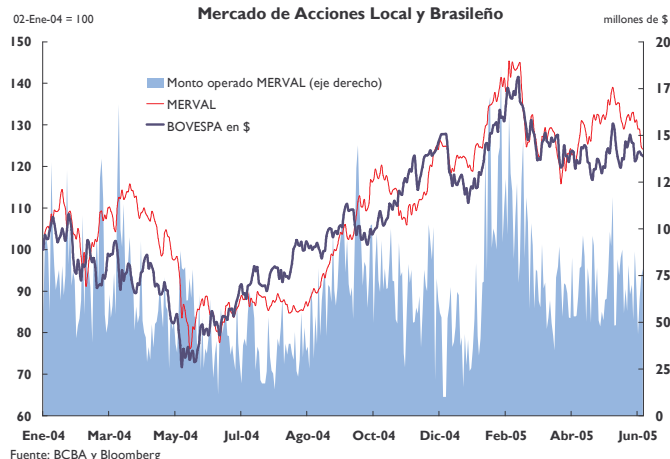
En el mercado local de renta variable, se observó hasta fines de mayo un incremento en el precio de las acciones, asociado a los buenos resultados informados para el primer trimestre por las empresas que cotizan en bolsa y a la inminente entrega de los nuevos títulos surgidos del canje de la deuda pública nacional. Tras alcanzar un máximo en pesos en los primeros días de junio, la evolución del mercado se vio afectada por algunos acontecimientos acaecidos en Brasil en el período, dejando como resultado una disminución de 2% en las cotizaciones del trimestre. El índice Merval continuó mostrando un comportamiento altamente correlacionado con el BOVESPA, índice bursátil más representativo de la economía brasileira (ver Gráfico VII.19).

A comienzos de junio se realizó la liquidación del canje de la deuda pública nacional y, a partir de entonces, comenzaron a cotizar los nuevos bonos *Par* y *Descuento*, en sus diferentes versiones. Los bonos en pesos ajustables por CER fueron los que presentaron mejor desempeño, vinculado a la demanda de los inversores que buscan resguardo ante el incremento de precios. Aunque todos los títulos públicos sufrieron el impacto de las noticias provenientes de Brasil, en el trimestre mostraron incrementos en sus cotizaciones. En términos de riesgo soberano, la prima de los mercados emergentes (excluyendo Argentina) se mantuvo estable durante el trimestre, finalizando en 3 p.p.. Por su parte, para evaluar la evolución del riesgo soberano local, se puede comparar el rendimiento de uno de

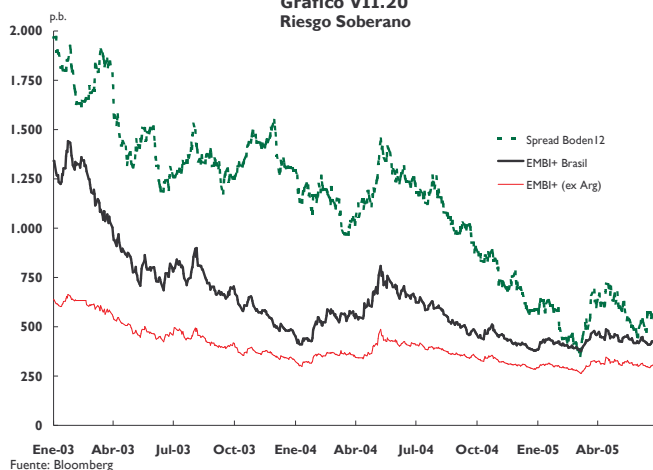
**Gráfico VII.18**  
Tipo de Cambio Real Multilateral (\$/Canasta)\*



**Gráfico VII.19**  
Mercado de Acciones Local y Brasileño



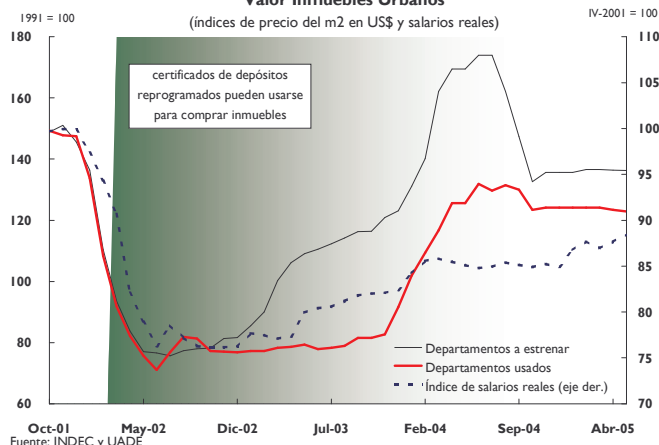
**Gráfico VII.20**  
**Riesgo Soberano**



los títulos más líquidos cuyos servicios son pagados regularmente, como es el caso del BODEN 12, con el de los títulos comparables del Tesoro de Estados Unidos. Así, el riesgo soberano argentino disminuyó 0,4 p.p. entre fines de marzo y junio, y finalizó el trimestre en 5,6 p.p. (ver Gráfico VII.20).

El buen desempeño del Merval y de los títulos públicos más líquidos emitidos con posterioridad a la cesación de pagos, repercutió positivamente sobre el rendimiento de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) de renta fija y de renta variable, dando lugar a un incremento patrimonial del 50,5% y 13,7% respectivamente durante el trimestre. En cambio, los fondos de plazo fijo y dinero, presentaron una merma patrimonial de 23,1% en el trimestre que comenzó en mayo por el retiro de fondos para el pago de impuestos y se prolongó durante el mes de junio, como consecuencia del traslado de recursos hacia títulos de corto plazo del BCRA, debido al gran interés que despertaron sus atractivos rendimientos entre los inversores de este tipo de fondos. Por último, el patrimonio de los fondos de renta mixta se redujo 12,4% con respecto al trimestre anterior.

**Gráfico VII.21**  
**Valor Inmuebles Urbanos**



Aunque los precios de los inmuebles urbanos no experimentaron grandes cambios en el trimestre, pueden destacarse las trayectorias de algunas variables de gran importancia en la determinación de los valores. En particular, los ajustes salariales resultado de las negociaciones colectivas y las medidas impulsadas por el Gobierno en el último semestre impulsaron el salario real promedio 4,5% por encima del valor de diciembre de 2004 (ver Sección IV). Adicionalmente, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) indica que el consenso del mercado aguarda subas adicionales en los salarios para lo que resta del año. El segmento de la demanda de inmuebles como destino de inversiones también podría fortalecerse en el futuro, ya que este activo puede ofrecer protección inflacionaria y las expectativas de inflación para 2005 aumentaron sostenidamente en el primer semestre del año (ver Sección IX). Por último, los créditos hipotecarios revirtieron la tendencia que exhibían desde la crisis 2001-2002 y por primera vez mostraron un leve incremento. Con todo, la evolución de estos factores fortalecerían la demanda por inmuebles y podría esperarse un incremento en sus precios (ver Gráfico VII.21).



## VIII. INFLACIÓN

### VIII.1 Síntesis

En el segundo trimestre de 2005, de acuerdo a lo previsto, los precios minoristas mostraron una importante desaceleración en relación al ritmo de crecimiento evidenciado en los tres meses previos. No obstante, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) acumuló desde diciembre un aumento de 6,1% (9% interanual -i.a.-).

La menor suba de los precios en el segundo trimestre obedeció, en gran medida, a la evolución del IPC Resto (indicador proxy de la inflación subyacente) que pasó de un aumento de 4,6% en el primer trimestre a uno de 2,5% en el segundo y acumula desde diciembre una suba de 7,2%. Sin embargo, excluyendo algunos productos como la carne (cuya suba en el precio sería estructural y los menores incrementos en el margen dependen principalmente de cuestiones coyunturales), la desaceleración del IPC Resto se hace menos evidente. En particular, se aprecia una persistencia en los aumentos de precios que se desprende de la acumulación de subas discretas en los precios de distintos sectores. Estos incrementos están impulsados por decisiones de mercado en un contexto de presiones de costos, baja capacidad ociosa e incremento del consumo. Esta dinámica está acompañada por una recomposición de los precios relativos a favor de los servicios, aunque los precios de los bienes también aumentan. En efecto, si se deja a un lado la recomposición de precios a favor de los servicios, la suba del IPC Resto alcanza a 5,8% en el primer semestre y a 4,9% cuando se excluye además el precio de la carne.

Teniendo en cuenta los aumentos ya anunciados, impulsados en parte por los resultados de las negociaciones salariales (en el marco de los nuevos convenios colectivos de trabajo), la estacionalidad propia del IPC en el período y la política fiscal estacionalmente más expansiva en la segunda mitad del año (a la que se adicionan alzas en los salarios y jubilaciones), es difícil que continúe la desaceleración de la inflación en el tercer trimestre, sobre todo teniendo en cuenta que para el mes de julio se proyecta un aumento de precios que supera al del mes previo.

El BCRA es conciente de que, dada la evolución de la inflación en el primer semestre y los rezagos propios de la política monetaria, disminuyen las posibilidades de alcanzar la pauta indicativa máxima prevista de 8% para este año. En este sentido, se continuará con la reducción del estímulo monetario para evitar que la evolución de los precios y las expectativas de inflación se autoalimenten. De hecho, las expectativas de mercado incorporarían esta información, y si bien para el año presentan un desvío de 2 puntos porcentuales (p.p.) respecto al máximo de la meta, para los próximos 12 meses se reducen y se ubican en torno a 8%.

Gráfico VIII.1

IPC. Variación por Componente  
(var. trim. fin de período)

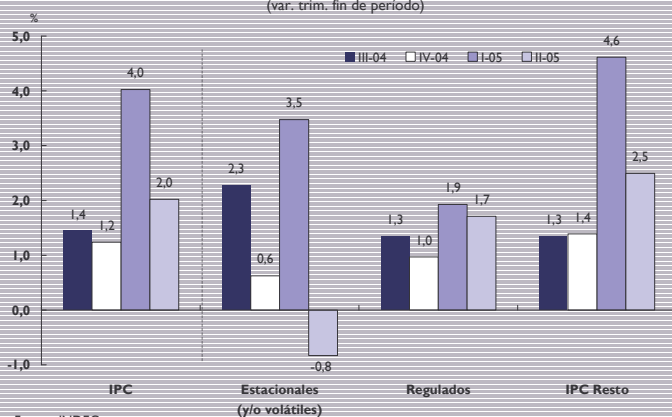
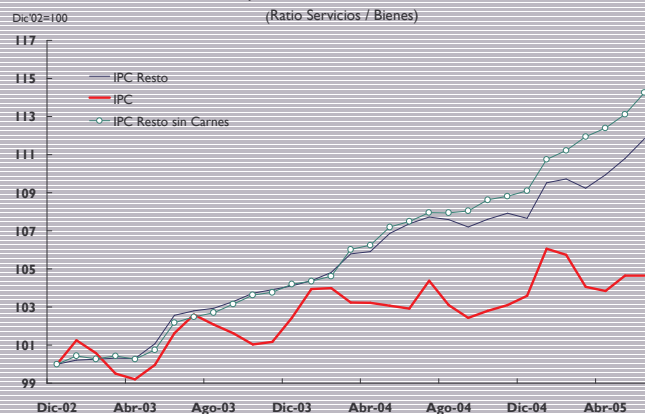
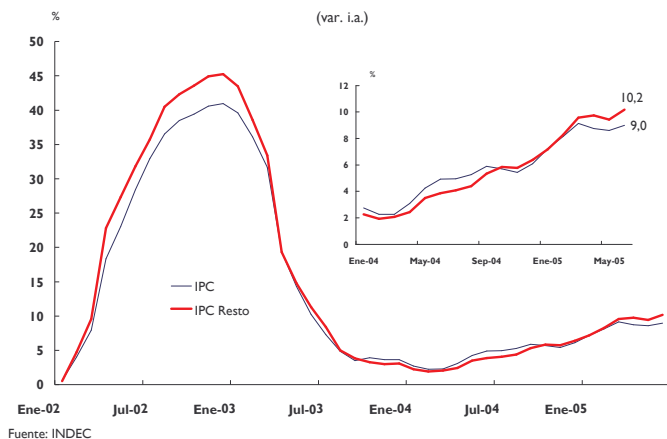


Gráfico VIII.2

Ajuste de Precios Relativos  
(Ratio Servicios / Bienes)



**Gráfico VIII.3**  
Evolución del IPC e IPC Resto  
(var. i.a.)



Fuente: INDEC

**Cuadro VIII.1**  
Variación de los principales rubros  
(var. %)

	Ponderación	Jun-05/ Dic-04		Mar-05/ Dic-04		Jun-05/ Mar-05	
		Var %	Incendencia mensual	Var %	Incendencia mensual	Var %	Incendencia mensual
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>6,1</b>	<b>1,0</b>	<b>4,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>0,7</b>
<b>Estacionales</b>	<b>10,3</b>	<b>2,6</b>	<b>0,0</b>	<b>3,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>
<b>Regulados</b>	<b>17,1</b>	<b>3,7</b>	<b>0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>
<b>IPC Resto</b>	<b>72,6</b>	<b>7,2</b>	<b>0,8</b>	<b>4,6</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>
Carnes	9,5	9,0	0,1	8,5	0,3	0,4	0,0
Productos lácteos	3,6	8,4	0,0	7,5	0,1	0,9	0,0
Medicina Prepaga	3,6	10,1	0,1	8,5	0,1	1,4	0,0
Otros	55,9	6,7	0,6	3,5	0,6	3,0	0,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

## VIII.2 Precios Minoristas

En línea con lo esperado, en el segundo trimestre los precios minoristas mostraron una importante desaceleración en relación al ritmo de crecimiento de los primeros tres meses del año. En efecto, entre abril y junio la suba del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se redujo a 2% (9% interanual -i.a.- a fin del trimestre), desde el 4% exhibido en el primer trimestre. Sin embargo, el IPC acumula en lo que va de 2005 una suba de 6,1%, ritmo similar al aumento registrado durante todo 2004 (ver Gráfico VIII.3).

El menor crecimiento de los precios durante el segundo trimestre obedeció, principalmente, a un reducido aumento del IPC Resto (indicador *proxy* de la inflación subyacente), que pasó de un incremento de 4,6% en el primer trimestre a uno de 2,5% en los últimos tres meses. Si bien los precios estacionales y/o volátiles mostraron una leve caída en el trimestre, luego de subir 3,5% en los primeros tres meses del año, la incidencia en el IPC fue reducida dado que sólo representan 10,3% de la canasta. Asimismo, los precios regulados o con alto componente impositivo mostraron un aumento similar al registrado en los primeros tres meses del año (ver Cuadro VIII.1).

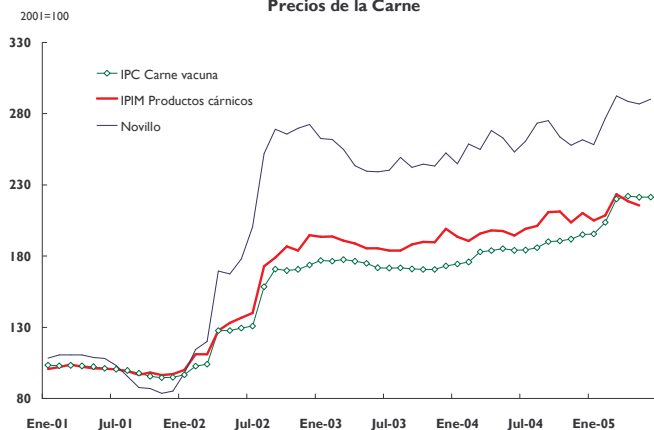
Básicamente, el menor aumento del IPC Resto se produjo a partir de la significativa desaceleración que mostraron los precios de los alimentos, que luego de crecer a un ritmo de 5,2% en el primer trimestre del año, lo hicieron sólo 1,4% en los últimos tres meses. En particular, los menores aumentos en el precio de la carne (principal componente en explicar la desaceleración) obedecerían en gran medida a una reducción del consumo local frente al alza registrada en los precios en el primer trimestre y a factores estacionales y coyunturales que impulsaron la oferta como la menor disponibilidad de pasturas dada la sequía que afecta muchas regiones del país (ver Gráfico VIII.4).

En el caso de los lácteos, los menores aumentos serían en parte el resultado de los acuerdos de precios entre las empresas y el Gobierno firmados a fines de marzo, teniendo en cuenta que el precio de la leche cruda al productor subió 6,4% en el segundo trimestre. De hecho, la política de las empresas apuntó a modificar el *mix* de precios determinando aumentos principalmente en los productos más caros que no eran alcanzados por el acuerdo. Existe la decisión del Gobierno de prolongar los acuerdos que habían sido firmados por tres meses en marzo con los sectores de carnes, pollo, aceites y lácteos y, también, hacerlos extensivos a otros productos. Sin embargo, habrá que monitorear en qué medida son exitosos en postergar aumentos estructurales, como en el caso del precio de la carne.

Para el resto de los alimentos se observan aumentos menores en la mayor parte de los casos, con excepción de los rubros destinados a sectores de mayor poder adquisitivo como alimentos consumidos fuera del hogar. De hecho, durante el segundo trimestre, mientras los precios de los alimentos incluidos en el IPC registraron una suba de 1,4%, la Canasta Básica Alimentaria (CBA) mostró una caída de 0,2%, incidiendo positivamente sobre la reducción de los indicadores de pobreza.

El aumento de la inflación subyacente sigue estando impulsado por la recomposición de precios relativos a favor de los servicios en un

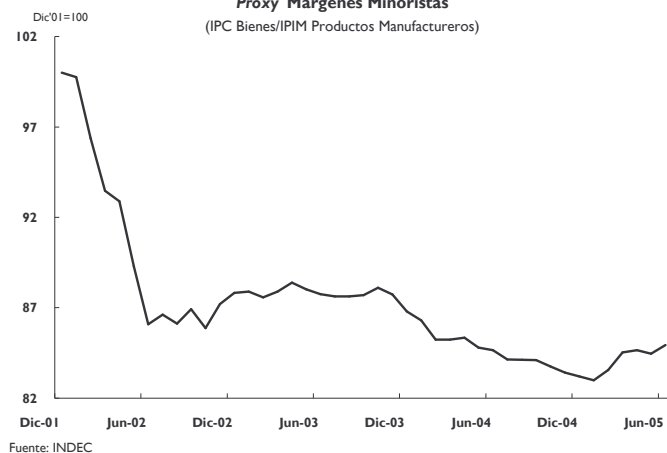
**Gráfico VIII.4**  
Precios de la Carne



Fuente: INDEC y Mercado de Liniers S.A.

Gráfico VIII.5

**Proxy Márgenes Minoristas**  
(IPC Bienes/IPIM Productos Manufactureros)

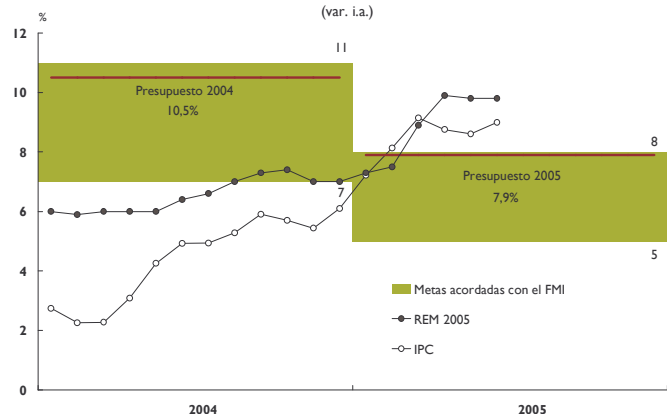


contexto donde los precios de los bienes también suben, arrastrados en gran medida por el alza que registran los costos (aumentos en las tarifas mayoristas de la energía eléctrica y gas e incrementos salariales acordados en las paritarias en gran cantidad de sectores). En efecto, excluyendo la recomposición de precios relativos a favor de los servicios, el aumento del IPC Resto en el segundo trimestre ascendió a 5,8% i.a. y a 4,9% i.a. cuando se excluyen además los precios de la carne. Asimismo, el alza en los precios de los bienes se explica en gran medida por el incremento de los márgenes minoristas, dado que las subas resultaron superiores a las registradas por los bienes manufacturados del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM; ver Gráfico VIII.5).

El aumento en los costos salariales se vio reflejado en forma directa en mayores precios en algunos sectores puntuales y es probable que se haga extensivo a otros, principalmente en los servicios. Tal es el caso de los colegios privados de la Ciudad de Buenos Aires y los Gastos generales de los edificios, donde el alza de los sueldos de maestros y encargados se trasladó directamente a las cuotas y expensas, respectivamente. Adicionalmente, los mayores precios de las viviendas, en un contexto de suba de los salarios comenzaron a verse reflejados en aumentos en los alquileres, aunque de manera gradual, en la medida en que vencen los contratos y son renovados con precios más altos.

Los precios regulados o con elevado componente impositivo mantuvieron la dinámica registrada en el primer trimestre del año. En este caso, la principal incidencia estuvo dada por la imputación del Programa de Uso Racional de la Energía (PURE) que impone premios y castigos para fomentar el ahorro residencial de gas y electricidad. Si bien no están determinados aumentos directos en los precios, dado que el plan impone castigos si no se ahorra un 10%, la suba resultante en los precios, que surge de computar esa penalidad, alcanzó 2% en el caso del gas y 20% en la electricidad (ver Apartado 4).

**Gráfico VIII.6**  
**Índice de Precios al Consumidor**  
(var. i.a.)



De este modo, la sucesión de aumentos en distintos sectores de la economía que se van produciendo de manera discreta, en un contexto donde las presiones de costos continúan, el nivel de utilización de la estructura productiva es elevado y el consumo sigue creciendo, genera en el agregado subas que tienden a ser persistentes. Para el trimestre en curso, teniendo en cuenta los aumentos ya anunciados, se espera una leve reversión en la dinámica observada en el segundo trimestre. Esto estaría impulsado en parte por el resultado de las negociaciones salariales que se están dando en el marco de la firma de nuevos convenios colectivos de trabajo, la estacionalidad propia del período y la política fiscal estacionalmente más expansiva en la segunda mitad del año (a la que se adicionan las subas anunciadas en salarios y jubilaciones). En particular, en julio los precios minoristas podrían registrar un aumento mensual superior a 1%.



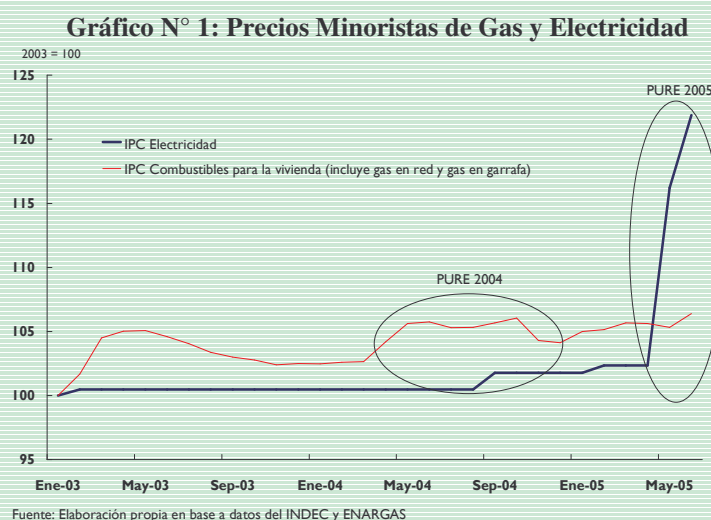
#### Apartado 4. El traslado a precios del Programa de Uso Racional de la Energía

La implementación del Programa de Uso Racional de Energía (PURE), que relanzó el Gobierno este año para promover el ahorro energético, generó un aumento de 0,4 puntos porcentuales (p.p.) en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) del segundo trimestre. Entre abril y junio, los precios minoristas subieron 2%, pero de no computarse la incidencia contable del programa, la inflación trimestral se hubiera ubicado en 1,6%. Hay que tener en cuenta que el impacto del programa energético sobre los precios es estrictamente metodológico, porque el IPC no capta el efecto de las bonificaciones por ahorro de energía, sino que sólo asume el impacto de las penalizaciones que se aplican sobre quienes mantuvieron su consumo. Veamos por qué.

El PURE promueve el ahorro domiciliario de gas y electricidad para liberar oferta de recursos energéticos hacia las actividades productivas. La estrategia del Gobierno hasta el momento ha sido renegociar los contratos con las empresas proveedoras de servicios públicos, cuyas tarifas habían sido pesificadas 1 a 1 luego de la salida de la Convertibilidad, sin afectar a los sectores residenciales. La implementación del Programa apunta precisamente a evitar generar incentivos encontrados que promuevan un aumento del consumo minorista ante precios energéticos pesificados y, por ende, más bajos en términos relativos al resto de los bienes y servicios.

Pero el PURE no implica un aumento de tarifas *per se*, sino que está diseñado para incentivar el ahorro de energía de los sectores residenciales y pequeños usuarios, previendo cargos adicionales como castigo si esto no ocurriese, sin afectar el objetivo distributivo del proceso de renegociación. Esta es la principal diferencia con el plan de ahorro implementado el año pasado, que estaba centrado en otorgar bonificaciones si se ahorra energía y cargos si se consumía más. De hecho, la obligación de reducir consumo para que no se cobren penalidades estaba concentrada en los estratos más altos y el ahorro requerido era sensiblemente menor al actual. Eso mismo explica que este año el PURE se haya visto reflejado en mayores precios de los rubros energéticos relevados por el IPC, principalmente en electricidad (ver Gráfico N° 1).

En el caso de la electricidad, el nuevo programa implementado por la Resolución N° 745/2005 establece que los usuarios que utilizan más de 300 Kwh por bimestre, deben recortar por lo menos 10% su consumo con respecto al realizado en igual período de 2003, o de lo contrario reciben recargos. A su vez, todos los usuarios, independientemente de su escala de consumo, que logren reducir más de 10% su demanda energética, reciben bonificaciones. Los descuentos se calculan multiplicando un coeficiente  $K_p$ , que relaciona el total recaudado por cargos adicionales cobrados a los usuarios de cada categoría tarifaria y la suma de energía ahorrada en la misma categoría en cada momento, por la cantidad de energía ahorrada. En todos los casos, las bonificaciones no pueden superar 30% del consumo, con un tope máximo a devolver de \$2.000 por factura. Los castigos, en cambio, se calculan multiplicando por dos el monto de la tarifa variable para todo consumo que exceda el 90% de lo consumido en 2003. Así, un usuario que consumió 1.000 Kwh tanto en 2003 como en 2005, pagará lo que le corresponde normalmente por ese consumo, más lo que surja de duplicar el cargo variable que corresponde pagar por los 100 Kwh no ahorrados (ya que debió haber reducido 10% su consumo). De este modo, mientras que el nivel de las bonificaciones está ligado al éxito del programa en relación con el ahorro, el monto de los castigos está predefinido.



En el caso del gas, el programa instrumentado por la Resolución N° 624/2005 establece bonificaciones equivalentes al cargo variable por cada  $m^3$  menos que se consume con respecto al período de referencia<sup>22</sup>, dependiendo de la categoría<sup>23</sup>. Si por

<sup>22</sup> En este caso el período de referencia queda establecido como el bimestre del año 2003 de menor diferencia absoluta en relación a la temperatura del bimestre para el que se calculan las bonificaciones/castigos del programa.

<sup>23</sup> Mientras en la primera categoría no hay un porcentaje mínimo de ahorro para poder acceder a los beneficios en las dos categorías restantes hay mínimo de 5% y 10% respectivamente (ver Cuadro N° 1).



ejemplo se consumiera 20% menos que en 2003, la bonificación sería del 20% del consumo de aquel año multiplicado por el valor del cargo variable. El programa sólo exige ahorro en las categorías que consumen más de 1000 m<sup>3</sup>/año, adicionando un cargo de \$0,11 por cada m<sup>3</sup> excedente (consistente con una suba del cargo variable de 80%). A su vez, a aquellos que utilizan entre 500 y 1.000 m<sup>3</sup>/año se les cobrará el mismo monto en el caso en el que su consumo supere en 5% lo demandado en 2003. En este caso, tanto los premios como los castigos están predeterminados y no dependen del éxito del programa.

¿Por qué si el programa no implica aumentos en las tarifas impactó tan fuerte sobre el IPC? Esto se debe a que metodológicamente el IPC no capta las reducciones de tarifas que se producen por el ahorro de energía, sino que sólo asume el impacto de las penalizaciones sobre los que mantienen su nivel de uso, teniendo en cuenta que las ponderaciones del IPC, se elaboran sobre la base de una canasta fija de consumo. El Cuadro N° 1 sintetiza un ejercicio en el cual se mantiene constante la utilización promedio de cada categoría. Suponiendo, en el caso de la electricidad, un consumo de 1.500 Kwh por bimestre que se ubica en el mismo nivel que en 2003, la penalidad establecida por el PURE por no haber ahorrado implica un aumento de 16% en el monto facturado, obteniendo de esta manera una factura promedio de \$80 frente a \$69 pagados en 2003. De la misma manera, considerando un consumo promedio de gas de 2000 m<sup>3</sup>/año también constante en relación al 2003, los cargos adicionales implicarían un aumento de 6% en la tarifa, con lo cual la factura a pagar sube de \$54,7 en 2003 a \$58. En ambos casos, los montos de consumo considerados están incluidos en las escalas máximas residenciales, que son precisamente las que están alcanzadas por los castigos.

**Cuadro N° 1: Impacto sobre tarifas de la implementación del PURE**

<b>Electricidad</b>							
Usuarios	Consumo Kwh hora por bimestre	Umbral de ahorro	Bonificación	Cargo adicional por excedente	Consumo ejercicio Kwh hora por bimestre	Factura Promedio Estimada	Aumento % en relación a 2003
R1	<300	10%	$K_p \cdot Kwh$ ahorrados	Ninguno	150	\$16	0,0
R2	>300	10%	(mayor a 10% de ahorro)	2*CV	1500	\$80	16,0

CV: Cargo Variable  
 $K_p = S_p / (Suma\ total\ recaudada\ en\ concepto\ de\ cargos\ adicionales\ de\ esa\ categoría\ tarifaria) / AA_p$  (suma total de energía ahorrada de la misma categoría tarifaria) (en el período p)

<b>Gas</b>							
Usuarios	Consumo m <sup>3</sup> año	Umbral de ahorro	Bonificación	Cargo adicional por excedente <sup>1</sup>	Consumo ejercicio m <sup>3</sup> año	Factura Promedio Estimada	Aumento % en relación a 2003
R1	<500	Ninguno	$CV \cdot m^3$ ahorrados	Ninguno	250	\$22	0,0
R2	500-1000	Ninguno	$CV \cdot m^3$ ahorrados (mayor a 5% de ahorro)	$\$0,11 \cdot m^3$ si aumenta 5% el consumo	750	\$35	0,0
R3	>1000	10%	$CV \cdot m^3$ ahorrados (mayor a 10% de ahorro y hasta un 30%)	$\$0,11 \cdot m^3$	2000	\$58	6,5

1. El cargo variable es de \$0,14 con lo que el aumento por m<sup>3</sup> excedente sería del 80%

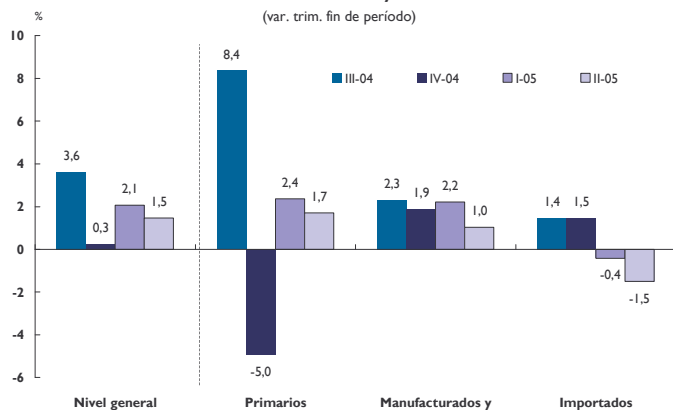
Un ejercicio similar a éste, que replique las estructuras de consumo del IPC, es el que realiza el INDEC para estimar el impacto del PURE en los precios. Precisamente, la implementación del PURE Electricidad, resultó en un incremento del rubro Electricidad de 20% durante el segundo trimestre de 2005, con una incidencia sobre la variación total del IPC de 0,38 p.p.. En cambio, la imputación del PURE Gas tuvo una incidencia significativamente menor, de 0,02 p.p., sobre el IPC reflejado por una suba del rubro Combustibles para la vivienda del IPC de 2%. En conjunto, ambos programas explicaron 0,4 p.p. del incremento del IPC en el segundo trimestre y prácticamente toda la suba registrada por los precios regulados.

A diferencia del mercado eléctrico donde el PURE se implementó sin fecha de finalización, implicando, en principio, que el aumento es permanente, en el gas la suba en la tarifa regirá sólo entre el 15 de abril y el 30 de septiembre. En consecuencia, para octubre se prevé una disminución en el subrubro Combustibles para la vivienda del IPC, que incidirá a la baja sobre la evolución de los precios minoristas.

En los primeros meses de aplicación, el PURE habría sido efectivo en términos de contener el crecimiento del consumo de gas y electricidad. En este sentido, tanto el aumento de los cargos por excedentes de consumo como el mayor conocimiento de este programa por parte del público, habrían influido positivamente para obtener mejores resultados que el año pasado. Entonces, si bien la imputación que hace el INDEC es correcta, ya que responde a las definiciones metodológicas del IPC, el impacto efectivo sobre el bolsillo del consumidor dependerá de sus decisiones sobre el consumo energético.



**Gráfico VIII.7**  
**IPIM. Nivel General y Rubros**  
(var. trim. fin de período)



Fuente: INDEC

Las expectativas de inflación de mercado incorporaron la menor inflación del segundo trimestre y si bien se mantuvieron en torno a 9,8% para el año, se redujeron a 8,3% para los próximos 12 meses. Esto último estaría indicando que el mercado asocia los actuales aumentos de precios a factores más transitorios que permanentes. No obstante, considerando la evolución de los precios en la primera mitad del año y los rezagos propios de la política monetaria, se reducen las posibilidades de que la inflación en 2005 se sitúe por debajo del rango máximo establecido para el año (8%). Sin embargo, se continuará con la reducción del estímulo monetario para evitar que la evolución de los precios y las expectativas de inflación se autoalimenten.

### VIII.3 Precios Mayoristas

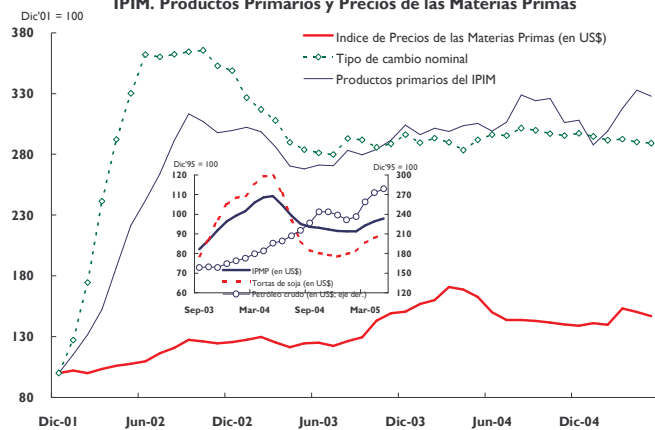
Los precios mayoristas medidos por el IPIM exhibieron un aumento de 1,5% en el segundo trimestre (7,6% i.a. en junio). De este modo, por segundo trimestre consecutivo (aunque en este caso con un alza algo menor al 2,1% del primer trimestre) se revierte la estabilidad que mostraron los precios mayoristas a fines del año pasado. No obstante, las variaciones siguen ubicándose por debajo de las registradas por el IPC, dando cuenta de una recomposición de márgenes minoristas en gran parte de los sectores (ver Gráfico VIII.7).

El aumento en el trimestre estuvo liderado por los precios de los Productos primarios. Los precios de los Productos importados continuaron cayendo, al acompañar la dinámica del tipo de cambio nominal, y los bienes manufacturados mostraron una importante desaceleración (ver Gráfico VIII.8).

Los precios de los bienes primarios continuaron subiendo impulsados por los precios internacionales del petróleo, aunque también incidió la reversión de la caída que hacia fin del primer trimestre comenzaron a mostrar las cotizaciones de los productos agrícolas. En efecto, el petróleo y los productos agrícolas acumularon subas de 6,2% y 1,5%, respectivamente, en el segundo trimestre. A los aumentos de los precios de los productos primarios se sumaron subas locales en los precios de la energía. En particular, en línea con el sendero de precios establecido en el acuerdo entre el Gobierno y las empresas del sector, fue habilitado a partir de marzo un incremento del gas a nivel mayorista del orden de 20%, que impacta en forma paulatina en el IPIM en la medida en que van venciendo los contratos y son renovados con el nuevo esquema tarifario.

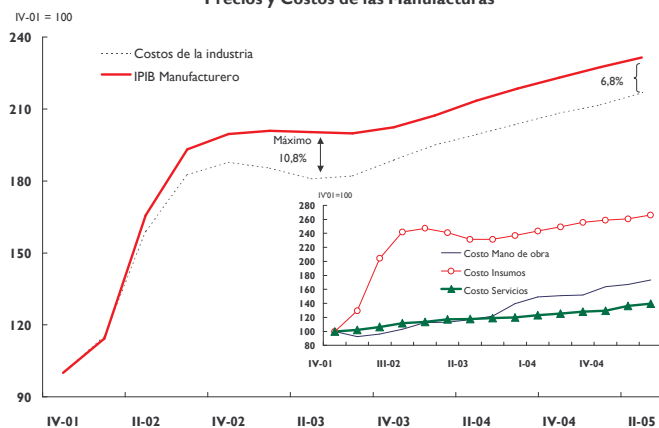
Los precios de los Productos manufacturados, en cambio, con una suba de 1% trimestral mostraron aumentos menores al 2% trimestral en promedio registrado en los últimos dos años. En términos generales, con la excepción de los automóviles, la mayoría de los rubros exhibieron una desaceleración en el trimestre e incluso en algunos casos se registraron leves caídas. En particular, se destaca la importante estabilidad de los precios de los metales, en línea con la evolución de las cotizaciones internacionales, aunque también se observaron descensos en otros rubros como productos plásticos y petroquímica. El comportamiento del IPIM Productos manufacturados se asemeja al registrado por los precios de las exportaciones de manufacturas agropecuarias e industriales, que muestran leves caídas en relación con el primer trimestre del año, según surge de los datos del INDEC. Esta trayectoria de los

**Gráfico VIII.8**  
**IPIM. Productos Primarios y Precios de las Materias Primas**



Fuente: INDEC y BCRA

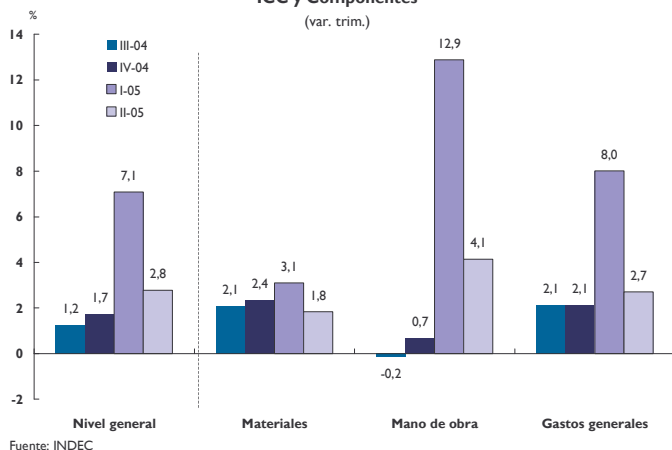
**Gráfico VIII.9**  
**Precios y Costos de las Manufacturas**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



**Gráfico VIII.10**  
**ICC y Componentes**  
(var. trim.)

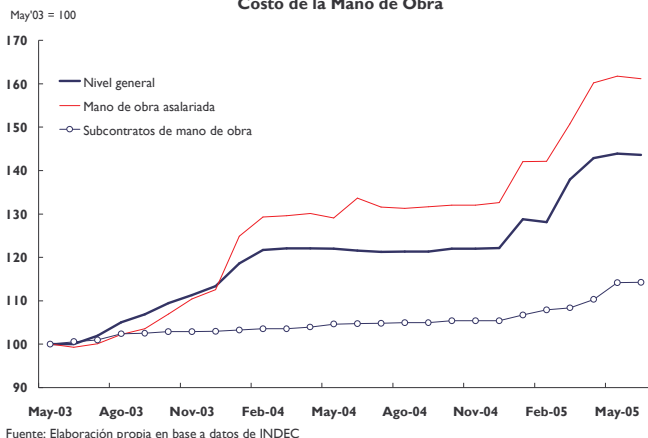


Fuente: INDEC

precios se reflejó en una reducción de la rentabilidad del sector industrial en el margen, producto de los mayores aumentos de los costos, en particular salariales, aunque también en los servicios públicos (ver Gráfico VIII.9).

Se espera que en los próximos meses los precios de los bienes manufacturados recuperen la trayectoria de crecimiento de los últimos dos años, en torno a 2% trimestral, por las mayores presiones de costos que enfrenta la economía. Sin embargo, la trayectoria del IPIM estará supeditada principalmente a lo que ocurra con los productos primarios, cuya dinámica está ligada directamente a los precios internacionales. En particular, las proyecciones indican que podría continuar el comportamiento alcista del precio del petróleo, aunque se estiman comportamientos más moderados para las materias primas industriales y agropecuarias (ver Sección II). Finalmente, las presiones al alza en los precios de la carne continuarían a raíz de la apertura de nuevos mercados y el aumento en el consumo local, en particular a partir de septiembre cuando se reduce la oferta estacional.

**Gráfico VIII.11**  
**Costo de la Mano de Obra**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

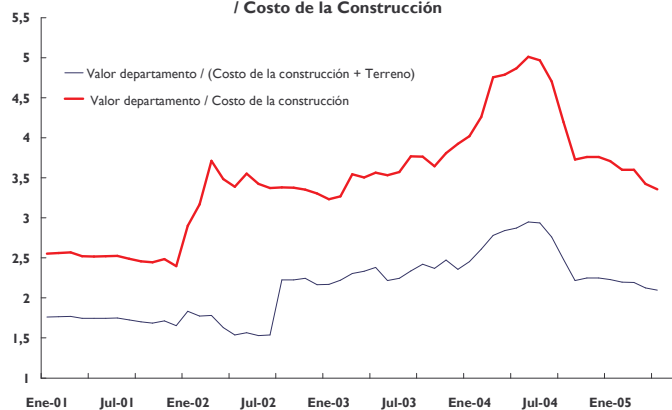
## VIII.4 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción volvieron a mostrar en el segundo trimestre una suba significativa, aunque menor a la registrada en el primer trimestre del año. En efecto, luego de crecer 7,1% en los primeros tres meses, en el segundo trimestre la suba alcanzó a 2,8% (13,4% i.a. en junio; ver Gráfico VIII.10).

Al igual que en el trimestre previo, el costo de la Mano de obra explicó fundamentalmente el aumento en los costos de la construcción (ver Gráfico VIII.11). En el primer trimestre, los costos laborales habían sido impulsados por el aumento por decreto vigente a partir de enero y por el impacto de la aplicación del convenio colectivo de trabajo firmado con el sector en mayo (Resolución del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social N° 77/2005) que al cumplimentarse en forma retroactiva impactó sobre los haberes de marzo y abril y, por ende, dejó un remanente en el segundo trimestre. Este convenio estableció cambios en las escalas salariales, la incorporación del aumento por decreto de enero de 2004 al salario (haciéndolo remunerativo) y la fijación de nuevos adicionales. De este modo, los costos salariales del sector acumulan una suba de 17,5% desde diciembre, aunque en adelante se mantendrían estables.

**Gráfico VIII.12**

**Relación Precio de Venta Departamento Nuevo / Costo de la Construcción**



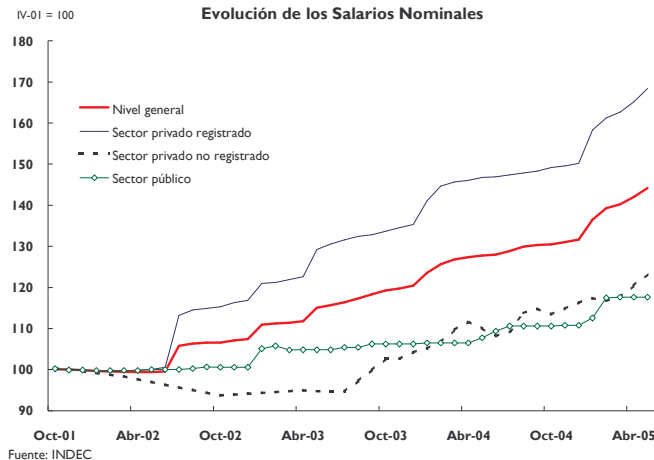
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y UADE

Los demás costos mantienen la tendencia de los últimos trimestres, destacándose el alza de los Gastos generales que aumentaron en el trimestre a un ritmo de 2,7% y acumulan una suba de 10,9% desde diciembre de 2004. En cambio, el costo de los Materiales ascendió 1,8% en el trimestre y 5% en relación con diciembre pasado.

Nuevamente, a pesar de estos aumentos, los márgenes de rentabilidad del sector siguen siendo elevados gracias a que los precios de los inmuebles en dólares recuperaron en muchos casos los valores vigentes durante la Convertibilidad (ver Gráfico VIII.12). De todos modos, el principal impulso al sector para el resto del año estaría centrado fundamentalmente en la obra pública y en las edificaciones comerciales e industriales (ver Sección III). Con estas premisas, y considerando que los costos de la mano de obra se mantendrían estables, al menos durante el corriente año, se proyecta una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los



**Gráfico VIII.13**  
Evolución de los Salarios Nominales



costos de la construcción, que de todas formas mantendrían tasas positivas.

### VIII.5 Salarios

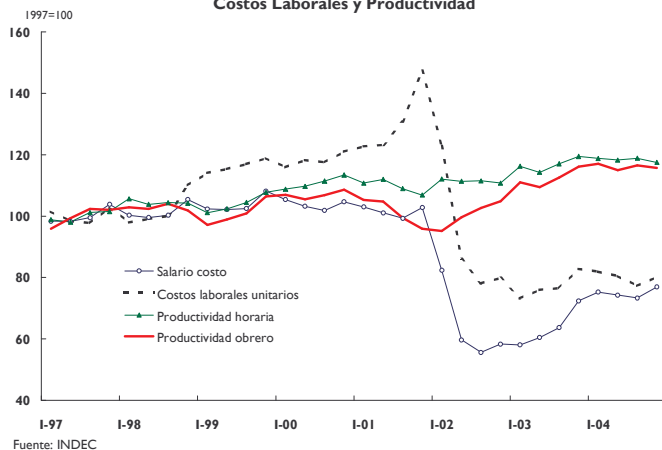
Los datos disponibles del segundo trimestre muestran que continuó la recuperación de los salarios nominales. Entre mayo y marzo el salario nominal promedio de la economía se incrementó 2,9%, levemente por debajo del aumento registrado en el primer trimestre, pero superó de todas formas la inflación del período, permitiendo una nueva recuperación del salario real (ver Sección IV; ver Gráfico VIII.13).

A diferencia de lo ocurrido en los primeros tres meses del año, las mejoras salariales comenzaron a estar concentradas en la discusión colectiva y no en aumentos discrecionales otorgados por el Gobierno. Esto es positivo dado que este mecanismo contempla, al menos parcialmente, las diferencias sectoriales en lo referente a productividad y rentabilidad. En particular, se espera que los aumentos de salarios sean mayores en los sectores productores de bienes que en los de servicios, ya que estos en gran medida tienen margen para otorgarlos aún sin aumentos en la productividad (ver Gráfico VIII.14). Sin embargo, en muchos casos las presiones sindicales se intensifican en aquellos sectores que tienen mayor capacidad para afectar al consumidor en general, como son los servicios y en particular los relacionados con servicios públicos.

En los próximos meses el eje de la discusión estará centrado en que estos aumentos no sean trasladados masivamente a precios, erosionando la mejora en términos reales e impactando negativamente en los sectores informales, donde las medidas del Gobierno y los acuerdos sectoriales tienen efecto sólo en forma residual.

En el primer semestre se continuó ampliando la brecha de ingresos entre los distintos segmentos que componen el mercado de trabajo. Mientras los salarios formales del sector privado aumentaron 12,1%, los salarios del sector público y del sector privado informal subieron 6%. En particular, en el caso de los sectores informales el alza se concentró en los últimos meses y sería en parte la consecuencia del arrastre generado por los aumentos en salarios formales, por lo que podría continuar en los próximos meses. En el sector público, la suba estuvo concentrada en el primer trimestre, gracias a los aumentos del Gobierno Nacional y en julio debería verse reflejado el reciente acuerdo que incorporaría subas en torno a 20%.

**Gráfico VIII.14**  
Costos Laborales y Productividad



## IX. RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO (REM)

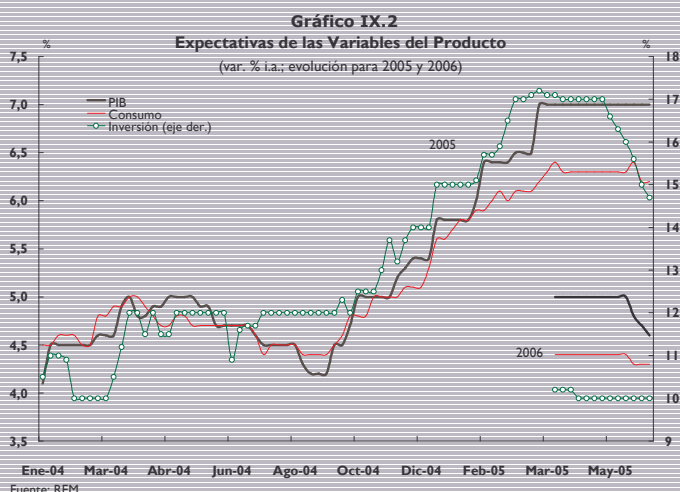
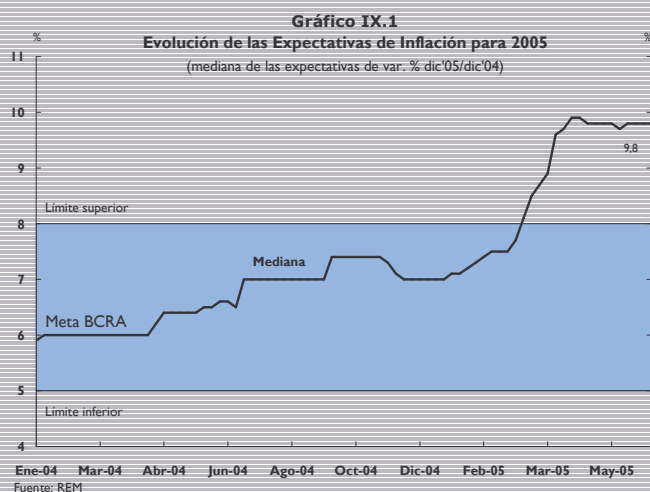
### IX.1 Síntesis

Las expectativas del mercado sobre la evolución económica general se mantuvieron estables durante el segundo trimestre. Las previsiones de inflación para el año, según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), se mantuvieron en 9,8% y la inflación para los próximos 12 meses se ubicó en 8,3%. Las perspectivas de la actividad económica tampoco tuvieron mayores modificaciones y según el REM la tasa de crecimiento real del PIB alcanzaría 7,0% en 2005. El crecimiento del PIB estaría liderado por el consumo y, además, se prevé una recuperación de la inversión en los próximos trimestres.

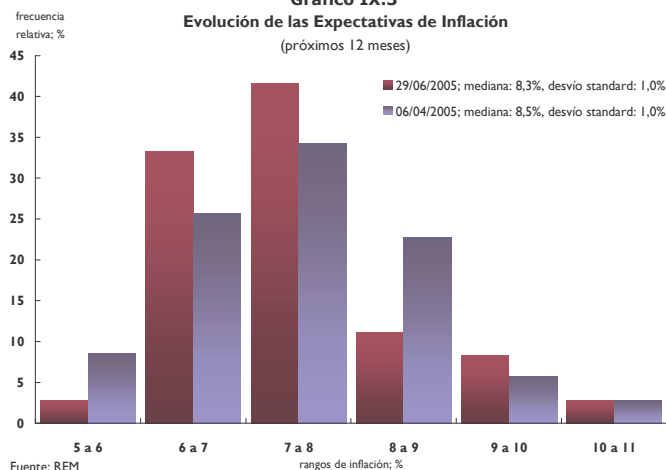
En parte respondiendo a la evolución de los últimos meses, el mercado prevé un aumento mayor de los salarios en 2005, mientras que la tasa de desocupación alcanzaría 11% en el último trimestre. A pesar de la mejora observada en las previsiones de la recaudación tributaria nacional para 2005, el superávit primario estimado no observó cambios relevantes.

El REM prevé que el Programa Monetario 2005 será cumplido en diciembre, en un contexto de aumento de la tasa de interés y recuperación de las reservas internacionales.

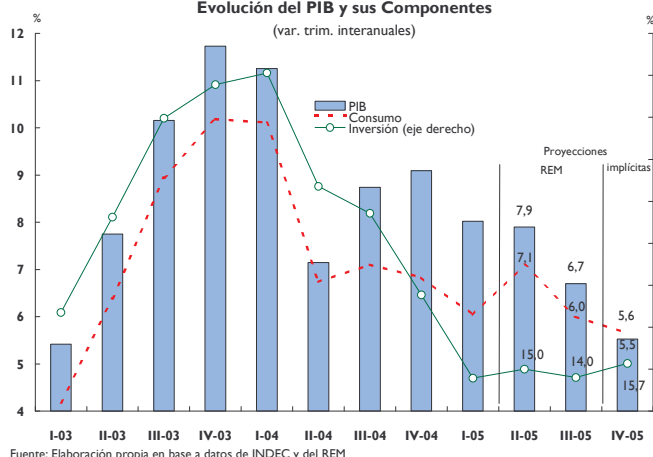
Finalmente, para 2006 se mantienen las estimaciones relativamente favorables para la economía. La inflación prevista se mantuvo en 8,0%, mientras que la mediana de las expectativas de crecimiento real del PIB alcanzó 4,6%.



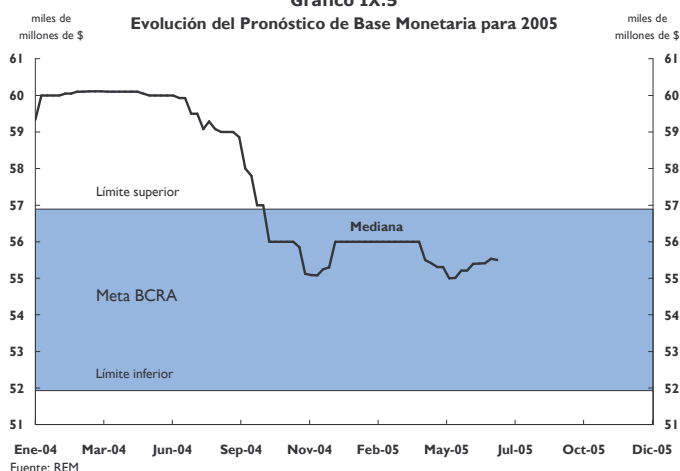
**Gráfico IX.3**  
Evolución de las Expectativas de Inflación  
(próximos 12 meses)



**Gráfico IX.4**  
Evolución del PIB y sus Componentes  
(var. trim. interanuales)



**Gráfico IX.5**  
Evolución del Pronóstico de Base Monetaria para 2005



## IX.2 Evolución y Principales Resultados

Las expectativas de inflación para 2005, según surgen del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), se mantuvieron estables a lo largo del segundo trimestre del año. La mediana se mantuvo en valores cercanos a 9,8%, por encima de la meta indicativa del BCRA (5%-8%), mientras que la mediana de inflación para los próximos 12 meses se ubica en 8,3% y el desvío de la distribución es 1,0%, igual que el trimestre pasado (ver Gráfico IX.1 y Gráfico IX.3).

Las previsiones para el crecimiento real del PIB en 2005 se mantuvieron en 7,0%, aunque tanto el Consumo como la Inversión exhiben sensibles caídas. En particular, la mediana de la variación de la Inversión cayó, progresivamente a lo largo de todo el período, 2,4 puntos porcentuales (p.p.), mientras que el Consumo sufrió una baja de 0,2 p.p.. Al contarse ya con estimaciones para el tercer trimestre y para todo 2005, puede inferirse la evolución implícita de estas variables para el cuarto trimestre. En efecto, en dicho período deberían manifestarse caídas adicionales en las variaciones interanuales del PIB y el Consumo, en tanto que la Inversión experimentaría una aceleración marginal (ver Gráfico IX.2 y Gráfico IX.4)<sup>24</sup>.

Las estimaciones para la Base Monetaria Amplia (BMA) de fin de año se mantienen dentro del rango fijado en el Programa Monetario vigente. La mediana de la distribución no registró variaciones en el trimestre y se ubica en \$55.500 millones (ver Gráfico IX.5).

Por su parte, los pronósticos para la tasa de interés de Lebac del mes de diciembre de este año experimentaron en el trimestre una sensible suba. La mediana de las observaciones aumentó 75 puntos básicos (p.b.), en la medida que las tasas de corte de las licitaciones de mayo y junio fueron subiendo. De este modo, las expectativas ubican el promedio de las tasas de corte del mes de diciembre en 7,75%. Del mismo modo, las proyecciones para la tasa de interés de plazo fijo también subieron, en especial para 2006 (ver Gráfico IX.6).

El resto de las variables monetarias mostraron leves aumentos en relación con el trimestre anterior. La mediana de la distribución de estimaciones para el stock de Depósitos de fin del corriente año alcanza \$95.534 millones, en tanto que para 2006 es de \$106.400 millones. De este modo, el ratio Depósitos/PIB se mantiene prácticamente inalterado. En el mismo sentido, el stock de Préstamos muestra un comportamiento similar y la mediana de la distribución de las proyecciones se ubica en \$48.500 millones y \$56.925 millones para 2005 y 2006, respectivamente. En términos del PIB, esas cifras se ubican en el entorno de 9%.

La evolución de las expectativas fiscales para 2005 y 2006 señala un aumento de la Recaudación Tributaria y del Superávit Primario. Este incremento se observa en términos nominales y en la relación con el PIB. Efectivamente, la presión tributaria estimada por el REM alcanzaría 22,1% para 2005 y 21,9% en 2006.

<sup>24</sup> Debe tenerse en cuenta que la utilización de los diferentes períodos de las variables encuestadas supone que cada participante las realiza de manera consistente y completa. Si, por ejemplo, la cantidad de respondientes no es la misma para los diferentes períodos y variables relevadas, o las respuestas no guardan relación lógica entre sí, la inferencia de la trayectoria implícita para el cuarto trimestre puede resultar menos confiable.



El saldo de la balanza comercial resultaría en un superávit de US\$9.730 millones este año y de US\$8.500 millones en 2006. Las proyecciones resultan superiores en valor a las registradas un trimestre atrás, aunque el saldo comercial en 2005 se redujo 0,1 p.p. para ubicarse en 5,5% del PIB.

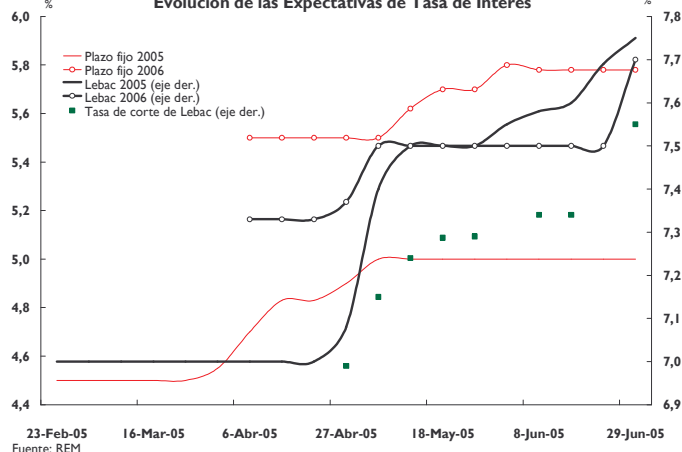
Entre abril y junio las expectativas para el *stock* de Reservas Internacionales de todos los períodos relevados registraron considerables aumentos. Se destacan los incrementos de US\$1.802 millones y US\$2.320 millones para el segundo y tercer trimestre de 2005, ubicándose así en US\$22.982 millones y US\$23.500 millones, respectivamente (ver Gráfico IX.7).

A lo largo del segundo trimestre del año se incorporaron dos nuevos participantes al Relevamiento, mientras que uno solicitó la baja. El REM cuenta así con 54 participantes habilitados para cargar estimaciones.

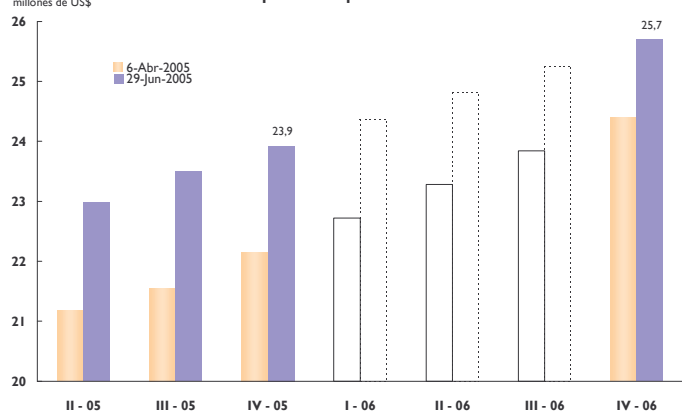
A comienzos del trimestre se registró un significativo nivel de participación que cayó paulatinamente en las semanas siguientes. Sin embargo, en las últimas semanas volvió a incrementarse la participación de los respondentes del REM. En promedio, la participación continúa siendo elevada, aunque se observan niveles extraordinariamente altos, mientras que en otras semanas se registran niveles sensiblemente por debajo de la media. Normalmente, este patrón de participación está determinado principalmente por la apertura de la carga de nuevos períodos.

Por último, la Revisión Metodológica comenzada en febrero pasado finalizó con la implementación de todas las modificaciones resueltas oportunamente. En particular, las variables Tipo de cambio nominal, Tasa de interés de plazo fijo y Tasa de interés de Lebac son relevadas en el formato “promedio”, en lugar de “punta”. Además, desde comienzos de abril, los estadísticos elaborados y publicados por el BCRA no consideran las estimaciones de aquellos participantes que no hayan ingresado al sistema de carga durante un período de 10 semanas consecutivas, ya que se los presupone desactualizados. En consecuencia, las distribuciones de las proyecciones para las variables anuales y trimestrales resultaron “depuradas” de aquellas observaciones que se mantenían válidas pura y exclusivamente por virtud de la replicación automática de las mismas, semana tras semana. En la mayoría de los casos se trataba de participantes que dejaron de intervenir de hecho, sin solicitar ser dados de baja formalmente del REM. Por medio de esta nueva convención metodológica, los estadísticos del REM resultan más robustos y representativos. Como consecuencia de la implementación de esta resolución, se redujo la dispersión de las distribuciones de las estimaciones para los períodos anuales y trimestrales de gran parte de las variables.

**Gráfico IX.6**  
Evolución de las Expectativas de Tasa de Interés



**Gráfico IX.7**  
Evolución de las Expectativas para Reservas Internacionales



Nota: las columnas de color blanco resultan de la interpolación lineal de los datos relevados a cada fecha.  
Fuente: REM



# RESULTADOS DEL REM. SEMANA DEL 29 DE JUNIO DE 2005

## 1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2006-MAY			2005-MAY			2005-JUN			2005-JUL			2005-AGO			2005-ANL			2006-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
IPC: var. 12 meses; en %	8,6	8,3	1,0																		
<b>Precios</b>																					
IPC: var. mensual; en %				0,6	0,6	0,1	0,7	0,7	0,2							9,0	9,0	0,6	8,4	8,2	1,0
IPC: var. interanual implícita, en % (*)				8,7	8,7		8,9	8,9													
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)																9,9	9,8	0,9	8,2	8,0	1,1
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %	0,78	0,72	0,29	0,98	0,93	0,34										12,6	12,8	2,5	9,6	9,5	1,5
<b>Monetarias y Financieras</b>																					
Base Monetaria Amplia: prom. mensual; en mil. de \$				51.469	51.600	436	52.191	52.250	633							55.210	55.500	1.415	59.706	60.178	2.611
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mil. de \$				90.453	90.698	672	91.479	91.500	605							95.950	95.534	2.320	106.632	106.400	4.819
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mil. de \$				43.578	43.598	357	44.400	44.492	409							48.393	48.500	1.293	56.908	56.925	3.711
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %				3,9	3,8	0,3	4,0	3,9	0,4							5,0	5,0	0,6	5,8	5,8	1,0
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %							7,5	7,5	0,1				7,6	7,5	0,2	7,8	7,8	0,5	7,9	7,7	0,9
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$/US\$				2,89	2,88	0,01	2,89	2,89	0,01							2,95	2,95	0,06	3,01	3,00	0,11
<b>Actividad Económica</b>																					
EMAE: var. interanual; en %	8,5	8,4	0,9	7,6	7,6	0,7										6,9	7,0	0,5	4,9	4,9	0,9
EMI: var. interanual; en %				7,8	7,8	0,8	7,9	8,0	0,9							7,5	7,6	0,7	5,7	5,6	1,1
<b>Sector Externo</b>																					
Exportaciones: en mil. de us\$	3.657	3.700	149	3.381	3.400	185										37.730	37.730	1.236	39.795	40.000	1.615
Importaciones: en mil. de us\$	2.383	2.400	95	2.518	2.550	164										27.610	28.000	1.489	31.128	31.500	2.298
<b>Fiscales</b>																					
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$				10.824	10.930	606	9.932	10.000	425							113.770	114.550	2.871	125.964	127.000	5.322
Resultado Primario del SPNF: en mil. de \$				2.171	2.175	253	1.666	1.668	329							19.462	19.500	1.276	20.207	20.004	1.907

## 2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2005-TR2			2005-TR3			2005-ANL			2006-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
<b>Actividad Económica</b>												
PIB a precios constantes: variación interanual; en %	7,9	7,9	0,6	6,6	6,7	0,7	6,9	7,0	0,4	4,7	4,6	0,9
PIB a precios corrientes; en mil. de \$							515.345	518.427	9.814	578.284	580.000	17.011
Consumo Total a precios constantes: variación interanual; en %	7,0	7,1	0,8	6,1	6,0	1,0	6,1	6,2	0,6	4,6	4,3	0,9
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes: variación interanual; en %	15,6	15,0	3,5	12,9	14,0	3,8	14,7	14,7	3,1	10,1	10,0	3,3
Tasa de desocupación; en %	12,1	12,0	0,5	11,6	11,6	0,5	11,0	11,0	0,6	9,8	9,9	0,6
<b>Sector Externo</b>												
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	1.336	1.300	498	690	658	445	2.609	2.650	1.160	1.241	1.304	1.332
<b>Monetarias y Financieras</b>												
Reservas Internacionales: fin de período; en mil. de US\$	22.462	22.982	898	23.117	23.500	920	23.687	23.930	1.129	25.750	25.700	1.713

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



## GLOSARIO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

€: Euro

\$: Pesos argentinos

**acum.:** Acumulado

**ADEFA:** Asociación de Fábricas de Automotores

**AFJP:** Administradora de Jubilaciones y Pensiones

**AIP:** Aglomerados del Interior del País

**Arg:** Argentina

**ASEAN:** Association of Southeast Asian Nations

**AT:** Adelantos Transitorios

**BACTSSA:** Buenos Aires Container Terminal Services Sociedad Anónima

**BADLAR:** Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades financieras

**BCB:** Banco Central de Brasil

**BCBA:** Bolsa de Comercio de Buenos Aires

**BCE:** Banco Central Europeo

**BCRA:** Banco Central de la República Argentina

**BID:** Banco Interamericano de Desarrollo

**BIRF:** Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento

**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

**BOCON:** Bonos de Compensación Nacional

**BODEN:** Bonos del Estado Nacional

**BOGAR:** Bono Garantizado

**BOVESPA:** Bolsa de Valores del Estado de San Pablo

**CAFCI:** Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

**CAMMESA:** Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima

**CBA:** Canasta Básica Alimentaria

**CBT:** Canasta Básica Total

**CC:** Cuenta corriente

**CEDRO:** Certificado de Depósitos Reprogramados

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

**CFI:** Coparticipación Federal de Impuestos

**CIF:** Cost of insurances and freights

**CMN:** Consejo Monetario Nacional

**Copom:** Comité de Política Monetaria (Brasil)

**CPAU:** Consejo de Profesionales de Arquitectura y Urbanismo

**CV:** Cargo variable

**Dto:** Decreto

**DGA:** Dirección General de Aduanas

**DGI:** Dirección General Impositiva

**dif:** Diferencia

**DISC:** Discount

**EDELAP:** Empresa Distribuidora La Plata Sociedad Anónima

**EDENOR:** Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A.

**EDESUR:** Empresa Distribuidora SUR S.A.

**EEB:** Encefalopatía Espongiforme Bovina

**EE.UU.:** Estados Unidos

**Efvo.:** Efectivo

**EIL:** Encuesta de Indicadores Laborales

**EM:** Efectivo Mínimo

**EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica

**EMBI+:** Emerging Markets Bond Index

**EMI:** Estimador Mensual Industrial

**ENARGAS:** Ente Nacional Regulador del Gas

**ENARSA:** Energía Argentina S.A.

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

**EPH continua:** Nueva Encuesta Permanente de Hogares

**EPH puntual:** Encuesta Permanente de Hogares Tradicional

**Eurostat:** Oficina de Estadística de la Unión Europea

**FCI:** Fondos Comunes de Inversión

**Fed Funds:** Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de los EE.UU.

**FIEL:** Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

**FMI:** Fondo Monetario Internacional

**FOB:** Free on Board

**FOMC:** Federal Open Market Committee (Comité Federal de Mercado Abierto; EE.UU.)



<b>FONAVI:</b> Fondo Nacional de la Vivienda	<b>M3:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$
<b>FONID:</b> Fondo Nacional de Incentivo Docente	<b>m<sup>3</sup>:</b> metros cúbicos
<b>GBA:</b> Gran Buenos Aires	<b>MAE:</b> Mercado Abierto Electrónico
<b>Gto Prim. :</b> Gasto primario	<b>MERCOSUR:</b> Mercado Común del Sur
<b>ha:</b> Hectárea	<b>Merval:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires
<b>i.a.:</b> Interanual	<b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario
<b>IAPC:</b> Índice Armonizado de Precios al Consumidor	<b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial
<b>IBGE:</b> Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Brasil)	<b>MRO:</b> Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)
<b>IBIF:</b> Inversión Bruta Interna Fija	<b>NAFTA:</b> North American Free Trade Agreement
<b>ICC:</b> Índice del Costo de la Construcción	<b>NF:</b> No Financiero
<b>ICDCB:</b> Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias	<b>NOBAC:</b> Notas del Banco Central (Argentina)
<b>IDL:</b> Índice de Demanda Laboral	<b>O/N:</b> Overnight
<b>IED:</b> Inversión Extranjera Directa	<b>OCDE:</b> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
<b>IFI:</b> Instituciones Financieras Internacionales: FMI, BID y BIRF	<b>ONCCA:</b> Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario
<b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos	<b>PAMI:</b> Programa de Atención Médica Integral
<b>IPC:</b> Índice de Precios al Consumidor	<b>p.b.:</b> Puntos básicos
<b>IPC Resto:</b> IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo	<b>PCE:</b> Price Index for Personal Consumption Expenditure
<b>IPCA:</b> Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	<b>PDI:</b> Past Due Interest
<b>IPEA:</b> Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada	<b>PEA:</b> Población Económicamente Activa
<b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor	<b>PEMEX:</b> Petróleos Mexicanos
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor	<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto
<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas	<b>PJyJH:</b> Plan Jefas y Jefes de Hogar
<b>IRD:</b> Inversión Real Directa	<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales
<b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción	<b>PP:</b> Productos Primarios
<b>ISSP:</b> Indicador Sintético de Servicios Públicos	<b>Prod:</b> Productos
<b>ITCRM:</b> Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	<b>Prom. mov.:</b> Promedio móvil
<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado	<b>PURE:</b> Programa de Uso Racional de Energía
<b>IVA DGI:</b> Impuesto al Valor Agregado recaudado por la DGI	<b>R\$:</b> Reales brasileños
<b>Kg.:</b> Kilogramos	<b>REM:</b> Relevamiento de Expectativas de Mercado
<b>Kw h:</b> kilowatt por hora	<b>Repo:</b> Tasa sobre pases activos del Banco de Inglaterra, utilizada como tasa de interés de referencia
<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)	<b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad
<b>LETES:</b> Letras del Tesoro	<b>S.A.:</b> Sociedad Anónima
<b>LFCF:</b> LatinFocus Consensus Forecast	<b>SAGPyA:</b> Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
<b>LIBOR:</b> London Interbank Offered Rates	<b>Seg Social:</b> Seguridad Social
<b>M2:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	



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

**SENASA:** Servicio Nacional de Sanidad y Calidad Agroalimentaria

**SIJyP:** Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

**SIOPEL:** Sistema de Operaciones Electrónicas

**SISCEN:** Sistema Centralizado de Requerimientos Informativos

**SMVM:** Salario mínimo vital y móvil

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**SPP:** Sector Público Provincial

**TIR:** Tasa interna de retorno

**TNA:** Tasa Nominal Anual

**TNS:** Toneladas

**Trim.:** Trimestral

**UADE:** Universidad Argentina de la Empresa

**UCI:** Utilización de la Capacidad Instalada

**UE:** Unión Europea

**UNIREN:** Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos

**US\$:** Dólares estadounidenses

**US\$/b:** Dólares por barril

**USDA:** United States Department of Agriculture (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)

**UTDT:** Universidad Torcuato Di Tella

**var.:** variación

**Vtas:** ventas

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

**XN:** Exportaciones Netas