

INFORME DE INFLACIÓN



Banco Central
de la República Argentina

Tercer Trimestre de 2006



INFORME DE INFLACIÓN

**Banco Central
de la República Argentina**

Tercer Trimestre de 2006

Banco Central de la República Argentina

Julio 2006
ISSN: 1668-0561
Edición electrónica

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

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

Prefacio

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

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

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

*La fecha de cierre estadístico de este informe fue el 5 de julio, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de junio de 2006. La próxima publicación del **Informe de Inflación**, correspondiente al cuarto trimestre de 2006, será el 18 de octubre a través de internet.*

Buenos Aires, 19 de julio de 2006



Contenido

I.	Visión Institucional.....	7
II.	Contexto Internacional.....	11
	Apartado 1. <i>¿Hacia un nuevo escenario internacional?</i>	19
III.	Actividad Económica.....	21
IV.	Empleo y Salarios.....	30
	Apartado 2. <i>La reciente ronda de acuerdos salariales</i>	35
V.	Sector Externo.....	37
	Apartado 3. <i>Exportaciones: crecimiento y diversificación</i>	42
VI.	Finanzas Públicas.....	46
VII.	Política Monetaria y Mercado de Activos.....	53
VIII.	Inflación.....	62
IX.	Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).....	68
	Resultados del REM. Junio de 2006.....	71
	Glosario de Abreviaturas y Siglas.....	72

I. VISIÓN INSTITUCIONAL

Desde principios de mayo se verificó una mayor inestabilidad en los mercados financieros internacionales, en parte, como respuesta a una mayor incertidumbre sobre los próximos pasos a seguir de los principales bancos centrales del mundo y a los desequilibrios globales. Sin embargo, esta volatilidad tuvo un impacto diferencial por clases de activos y por países (ver Apartado 1). Dentro de estas diferencias, el comportamiento de las variables financieras en Argentina constituye un ejemplo de cómo los superávits fiscal y de Cuenta Corriente y una política monetaria y financiera consistente proveen una distintiva solidez a la economía local ante un posible deterioro del mercado internacional. La actual política monetaria y financiera descansa sobre dos pilares. Por un lado, la acumulación de Reservas Internacionales como reaseguro frente a la volatilidad externa, en un marco de cumplimiento estricto de las metas de crecimiento de la oferta monetaria, coherente con la estabilidad de precios de largo plazo. Por el otro, un manejo prudente y efectivo de los riesgos bancarios a través de una renovada normativa y supervisión, que permite tener hoy un sistema financiero más sólido y estable.



El superávit en Cuenta Corriente continúa evolucionando en línea con lo esperado, en un contexto donde al elevado superávit comercial de bienes se le agrega la mejora del saldo por servicios reales y el menor devengamiento de intereses de la deuda pública. Estos avances más que compensan el crecimiento del débito en concepto de utilidades y dividendos (que alcanzó un récord histórico en el primer trimestre de 2006, medido en dólares corrientes), a partir de la mejora de los resultados de las empresas propiedad de no residentes. En el corriente año el superávit comercial se mantendría en niveles elevados y sumaría aproximadamente US\$10.000 millones. Este resultado contempla que las exportaciones se incrementen a US\$43.500 millones, para mostrar además un mayor grado de diversificación en términos de productos y destinos, lo que implica una mejora tanto cuantitativa como cualitativa de las ventas externas (ver Apartado 3). Se proyecta así que el saldo en Cuenta Corriente alcance 2,6% del PIB en 2006, resultado todavía elevado en términos históricos.

El Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) habría acumulado un superávit de aproximadamente \$12.500 millones en el primer semestre, mostrando una alza interanual (i.a.) de \$900 millones ó 7% i.a.. En el segundo trimestre el incremento del gasto primario nacional se desaceleró con respecto al primer trimestre y creció 22% i.a.. Parte de esta desaceleración fue originada en la evolución de los ingresos tributarios que también mostraron un crecimiento menor. Para los próximos meses se prevé que los ingresos tributarios continúen expandiéndose a tasas elevadas y que en 2006 la recaudación se ubique en torno a 22,5% del PIB, dando lugar a que el resultado primario del SPNF en el año alcance la pauta de 3,3% del PIB incluida en el Presupuesto Nacional 2006. Paralelamente, el Gobierno Nacional continuó realizando colocaciones de títulos en dólares que sumaron \$3.300 millones en valor efectivo (VE) durante el segundo trimestre y la Tesorería General de la Nación (TGN) canceló \$1.400 millones en concepto de Adelantos Transitorios (AT). Así, el Sector público siguió sin ser factor de expansión de la Base Monetaria (BM), situación que

se mantendría durante el resto del año, en un escenario en el que las necesidades financieras del segundo semestre estarían cubiertas.

En este marco, la actividad económica continúa creciendo a un ritmo elevado, sin observarse un cambio de tendencia en el corto plazo. En particular, en el segundo trimestre el PIB volvió a incrementarse con fuerza y el actual ciclo expansivo acumuló su decimoséptimo trimestre consecutivo. El aumento del nivel de actividad en este período habría sido superior a 2% sin estacionalidad (s.e.).

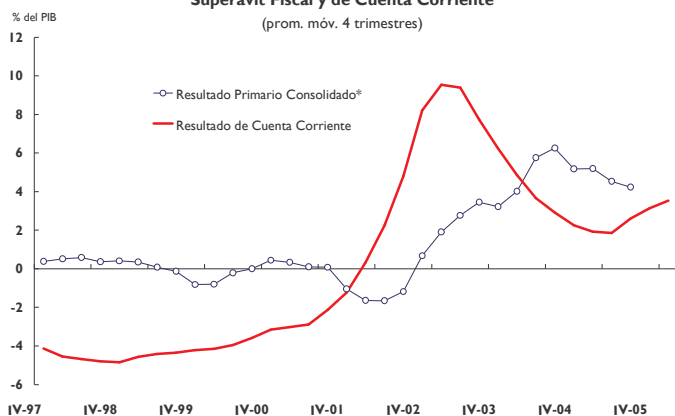
La Inversión y el Consumo Privado fueron los componentes que impulsaron el mayor crecimiento del segundo trimestre, teniendo en cuenta diversos indicadores adelantados. En particular, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) habría sido impulsada por la construcción, luego de las dificultades coyunturales registradas en los primeros tres meses del año. Así, la Tasa de Inversión volvería a aumentar y se ubicaría en 21,7% del PIB a precios constantes en 2006, permitiendo un incremento del *stock* de capital de 4,5%, el mayor desde la salida de la crisis.

Por su parte, el Consumo Privado mantiene la tendencia creciente previa y en el segundo trimestre se habría expandido a un ritmo similar al exhibido en el primer trimestre, a partir de la fortaleza de las expectativas de las familias, el aumento de la masa salarial real y el incremento de las financiaciones, destinadas en buena medida a recomponer el consumo de bienes durables. En lo que resta del año se mantendría el aporte del Consumo al crecimiento a partir del incremento del ingreso disponible de la población, luego de la entrada en vigor de los nuevos convenios colectivos firmados recientemente en el Sector público y privado (ver Apartado 2) y la nueva mejora en las jubilaciones y pensiones.

En línea con el crecimiento de la economía, los indicadores laborales siguen mejorando. Los datos adelantados disponibles permiten inferir que, luego de subir por motivos estacionales en el primer trimestre, la Tasa de Desocupación habría registrado una nueva reducción entre abril y junio, tanto en términos trimestrales como interanuales, ubicándose en niveles similares a los de fines de 2005 (10,1%). Esta dinámica habría sido impulsada por un nuevo e importante aumento del empleo, concentrado en el sector registrado, que marca un avance de la formalización del mercado de trabajo. En este sentido, la elasticidad empleo formal-Producto actualmente se ubica en valores superiores a 1, muy por encima de la elasticidad media de la economía. En lo que resta del año, la demanda laboral seguiría siendo creciente, manteniéndose la proyección del nivel de desempleo en un dígito para 2006. Acompañando la menor desocupación también se registraría una mejora en los principales indicadores sociales y de distribución del ingreso. Por otro lado, en los últimos meses se observó un alza de los salarios reales de los sectores privado formal y público, tras la finalización de numerosas negociaciones colectivas. Esto último habría ayudado a reducir una fuente de incertidumbre de la economía.

Los precios minoristas continuaron con la desaceleración observada a comienzos de año, situación que se reflejó en una caída de las expectativas inflacionarias. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) acumuló subas de 1,9% en los últimos tres meses y de 4,9% en el primer semestre de 2006, que resultaron inferiores a las

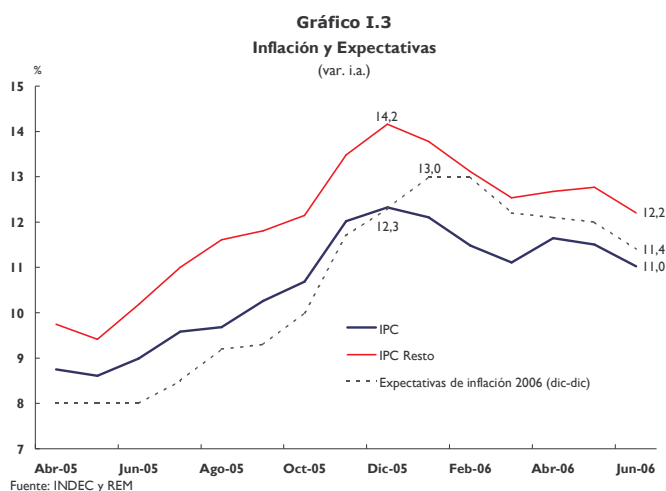
Gráfico I.2
Superávit Fiscal y de Cuenta Corriente
(prom. móv. 4 trimestres)



* Nación y Provincias
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y Secretaría de Hacienda

esperadas por el mercado y a las registradas en iguales períodos del año pasado (2% en el segundo trimestre y 6,1% en el primer semestre de 2005). Asimismo, el IPC experimentó un alza de 11% i.a. en junio tras crecer 12,3% i.a. en diciembre, a la vez que las proyecciones de inflación para 2006 cayeron a 11,4% desde un máximo de 13% alcanzado en enero, según se desprende del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).

La desaceleración del nivel general de los precios minoristas fue alentada por la inflación subyacente, que acumuló un aumento de 5,4% en el primer semestre frente al 7,2% de igual período del año pasado. Este comportamiento, sumado a una relativa estabilidad de los productos regulados, permitió compensar la mayor suba ocurrida en los bienes y servicios estacionales y/o volátiles, que acumulan en lo que va de 2006 un aumento de 6,9%. Al considerarse los diferentes rubros que componen el IPC, la principal causa de la desaceleración inflacionaria es explicada por Alimentos y bebidas (componente de mayor peso dentro del índice), en donde la caída en el precio de la carne vacuna a lo largo del segundo trimestre fue un factor determinante. Otros productos que componen el rubro también disminuyeron sus precios (aceites, lácteos) o verificaron subas moderadas, fenómeno que impactó en la evolución de la Canasta Básica Alimentaria (CBA). No obstante estas mejoras, la difusión de los aumentos dentro del IPC sigue en niveles elevados y en los últimos meses se habría observado un ligero deterioro en los márgenes minoristas, según se desprende de la evolución del ratio entre el IPC Bienes y los precios mayoristas de los productos manufacturados.



En este contexto, el BCRA continúa profundizando el cambio en el sesgo de su política monetaria adoptado desde principios de 2005. Esto es consistente con la política prudencial de acumulación de Reservas que lleva adelante como mecanismo anticíclico de reaseguro para proteger a la economía de *shocks* externos en el marco de una arquitectura financiera internacional indefinida. A partir de la mayor integración con la economía internacional, los *shocks* externos, como cambios en la tasa de interés o en los términos de intercambio, son para Argentina factores clave en la generación de volatilidad. Un adecuado *stock* de Reservas Internacionales es un valioso instrumento para reducir el impacto de estas perturbaciones en la economía local, lo que influye positivamente en la percepción de los inversores sobre el riesgo del país.

Para garantizar que esta política anticíclica resulte compatible con el control estricto de los agregados monetarios, el Banco Central viene implementado una política de esterilización sin precedentes para Argentina, tanto por su profundidad como por su calidad.

La profundidad de la esterilización se deriva del esfuerzo que implica mantener en línea la evolución de los agregados monetarios, dado que el diseño del Programa Monetario 2006 (PM 2006) prevé una fuerte desaceleración interanual del crecimiento de los medios de pago ($M2^1$).

Por su parte, la calidad de la esterilización está relacionada con un sistema financiero que cancela anticipadamente sus deudas, un

¹ M2 incluye el circulante en poder del público y los depósitos en cuenta corriente y caja de ahorros en pesos, del Sector público no financiero y del privado no financiero.

Sector público que ahorra y un Banco Central con un balance fortalecido y superavitario.

Es así que en el primer semestre del año se esterilizaron alrededor de \$13.000 millones de las compras de divisas y el 65% de esa esterilización fue realizada mediante cancelaciones anticipadas de redescuentos y a través de las operaciones del Sector público.

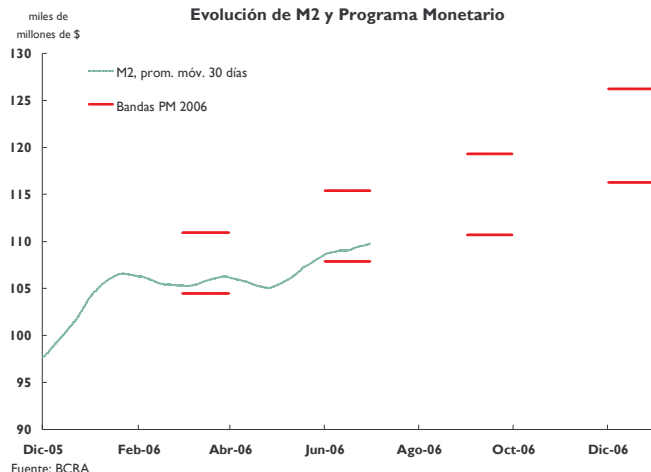
De este modo, se deja en claro que el Banco Central se atiene al cumplimiento cabal del Programa Monetario sin que existan compromisos de tipo de cambio real o tasa de interés real. De hecho, en este esquema de control de agregados monetarios y teniendo en cuenta la prioridad asignada a la acumulación prudencial de Reservas Internacionales, tampoco existe una meta numérica sobre esta última variable.

Asimismo, el Banco Central trabaja para lograr que el sistema financiero se consolide, a través de una política proactiva en el área de normativa y supervisión. Estos avances incluyen el establecimiento de adecuados incentivos regulatorios tendientes a hacer más eficiente la administración de los riesgos, brindar mayor transparencia y resguardar los derechos de los consumidores de los servicios bancarios. Todo ello, en el marco de un proceso de recuperación de la solvencia, dándole impulso al financiamiento de mediano y largo plazo.

Como resultado de las mencionadas políticas, el Banco Central está construyendo un sistema monetario-financiero que, por primera vez en décadas, resulte independiente de las necesidades del Sector público. En este sentido, recientemente se redujo la restricción máxima global para la exposición del sistema financiero al Sector público de 40% a 35% del activo total de un banco, efectiva desde mediados de 2007. Así, se está revirtiendo aceleradamente el proceso de desplazamiento del crédito privado en favor del financiamiento al Sector público observado durante décadas pasadas. En los últimos doce meses, la participación del crédito al Gobierno en el total de activos se redujo nueve puntos porcentuales, cerrándose la brecha existente entre el financiamiento al Sector público y los préstamos al Sector privado.

Para los próximos meses se prevé que continúe la desaceleración en la inflación minorista, en un marco donde el IPC Resto mantendría el ritmo de incremento mensual actual y los rubros regulados seguirían sin mostrar mayores cambios. En este contexto, la política monetaria seguirá siendo consistente con la estipulada en el PM 2006. La reducción de la inflación está vinculada a que las políticas fiscal y de ingresos, junto con la política monetaria, contribuyan a continuar disminuyendo las expectativas inflacionarias.

Gráfico I.4
Evolución de M2 y Programa Monetario



II. CONTEXTO INTERNACIONAL

II.1 Síntesis

El crecimiento económico global continúa sólido y más balanceado entre regiones. Para 2006, a pesar de la reciente volatilidad en los mercados financieros, aún se prevé una expansión del PIB mundial de 4,3%. En Estados Unidos, si bien existen ciertas señales de desaceleración de la economía, luego del crecimiento observado en el primer trimestre del año (5,6%), el PIB se expandiría 3,4% en 2006, ritmo similar al registrado el año pasado. La zona Euro continúa mostrando una leve mejora, y se prevé una expansión de 2% este año. Por su parte, Japón sigue en favorable evolución y se elevaron las expectativas de crecimiento para 2006 hasta 2,6%.

El nivel general de inflación minorista de las principales economías continúa presionada por el encarecimiento energético, y la inflación subyacente comienza a situarse levemente por encima de los niveles deseados, particularmente en EE.UU.. En adelante, el mayor riesgo proviene de los efectos de segunda ronda del alza en los precios de la energía, que se podrían ver contrarrestados, en parte, por el ajuste de la política monetaria de varios países desarrollados.

La incertidumbre sobre la evolución futura de la política monetaria de EE.UU., ante la posibilidad de una continuación del ciclo alcista de tasas de interés que hasta hace poco se creía cerca de su fin, junto con la corrección de las condiciones financieras, se vieron reflejadas en una mayor volatilidad en los mercados financieros globales, destacándose el descenso de las cotizaciones de las acciones. La caída en los precios de los activos financieros se observó a nivel global, aunque en las economías emergentes no respondió a un deterioro de sus fundamentals. En América latina, el impacto fue diferenciado, reflejándose principalmente en los índices accionarios y en los tipos de cambio, y en menor medida en el riesgo soberano de los países de la región.

La evolución de los precios de las materias primas no fue ajena al contexto de volatilidad, aunque se observó un comportamiento dispar. Mientras que los metales se depreciaron fuertemente, el precio de las materias primas agrícolas mostró un descenso menor. De esta forma, no se evidenció un impacto significativo en el valor de las materias primas que exporta Argentina.

En síntesis, a pesar de que la liquidez internacional sigue reduciéndose y la incertidumbre podría perdurar, el contexto internacional continúa favorable para Argentina, que actualmente se encuentra mejor preparada para afrontar shocks externos. Asimismo, continúan como focos de incertidumbre una eventual corrección abrupta de los “desbalances globales”, la evolución de los precios de los commodities, el proteccionismo creciente en algunas regiones, conflictos geopolíticos y la inflación de activos, principalmente inmobiliarios, aunque siguen observándose señales de gradual enfriamiento.

Gráfico II.1
PIB Real
(var. i.a.)

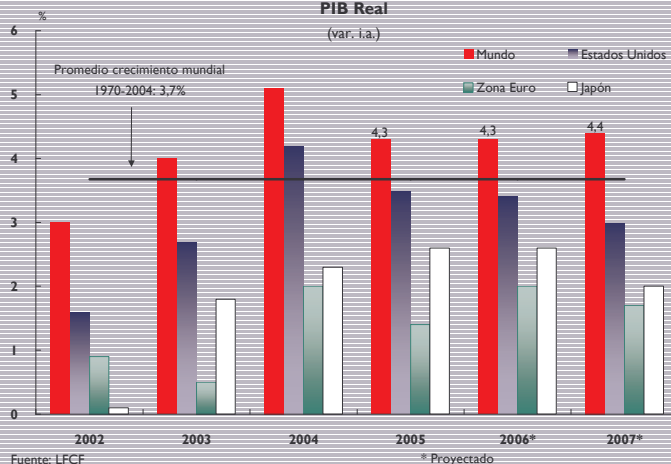


Gráfico II.2
Índices Bursátiles y Riesgos Soberanos

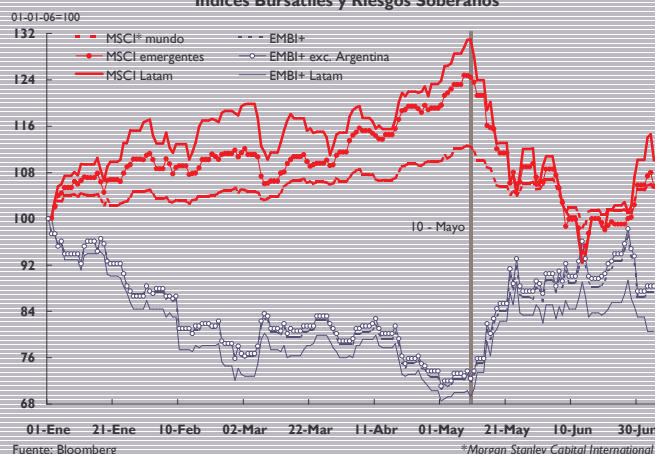


Gráfico II.3
Estados Unidos. PIB Real
(var. trim. anualizada; s.e.)

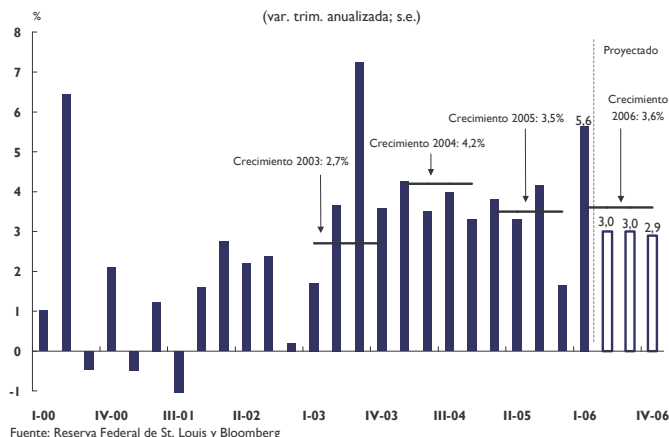


Gráfico II.4
Estados Unidos. Precios Minoristas
(var. i.a.)

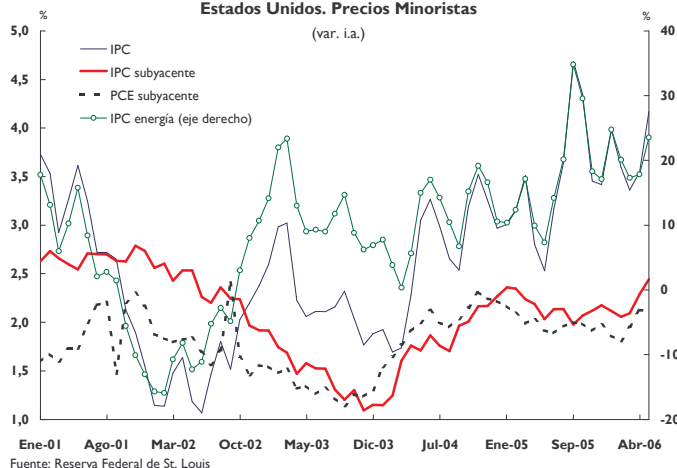
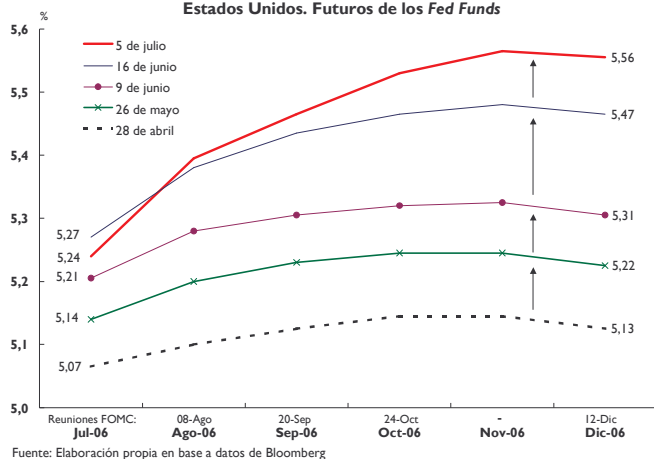


Gráfico II.5
Estados Unidos. Futuros de los Fed Funds



II.2 Estados Unidos

La economía norteamericana estaría moderando su ritmo de expansión, en un contexto de señales de enfriamiento del mercado inmobiliario, altos precios del petróleo y mayores tasas de interés, luego del vigoroso crecimiento registrado a principio de año. En el primer trimestre, el PIB de EE.UU. se expandió a una tasa anualizada de 5,6% desestacionalizada (s.e.), la mayor suba desde el tercer trimestre de 2003 (7,2% s.e.), impulsado principalmente por el Gasto en consumo personal, al tiempo que las Exportaciones Netas (XN) y los Inventarios contribuyeron negativamente. Según la encuesta de *Bloomberg*, en los restantes trimestres la economía crecería a tasas anualizadas de 3% s.e., para alcanzar una expansión anual de 3,6%². Estos ritmos de aumentos trimestrales estarían por debajo de los registrados en 2005, pero serían todavía altos en términos históricos (ver Gráfico II.3). Aunque todavía se estima que la economía de EE.UU. continúe mostrando un vigoroso crecimiento, esta firme *performance* enfrenta ciertos riesgos latentes provenientes principalmente de un brusco deterioro de la actividad inmobiliaria (aunque actualmente tiene menor probabilidad de ocurrencia), tasas de interés más altas, costos energéticos crecientes, una abrupta corrección de los “desbalances globales” y eventuales conflictos geopolíticos.

En los últimos meses la evolución del precio del petróleo, continuó impulsando al alza al nivel general de la inflación. En tanto, la inflación subyacente mostró una leve tendencia creciente, luego de mantenerse contenida doce meses, reflejando los precios una variación en torno a 2,1% interanual (i.a.). En efecto, en mayo el Índice de Precios al Consumidor (IPC) subyacente se elevó 2,4% i.a., acelerando el ritmo de crecimiento en relación a los meses anteriores (2,3% i.a. en abril y 2,1% i.a. en marzo), influido por los mayores costos de vivienda (ver Gráfico II.4). Por su parte, el índice de precios subyacente del PCE³ también aceleró el ritmo de subas recientemente, con una variación de 2,1% i.a. en el cuarto y quinto mes del año. Si bien el alto uso de recursos y los efectos de segunda ronda derivados del encarecimiento energético podrían generar presiones inflacionarias, diferentes desarrollos ayudarían a mitigarlas. El proceso alcista de la tasa de interés podría comenzar a tener mayor efecto sobre los precios en adelante, al tiempo que el posible debilitamiento del gasto también podría limitar la suba de los precios. A su vez, la creciente productividad y los aún amplios márgenes corporativos podrían continuar absorbiendo parte de las presiones inflacionarias. Según *LatinFocus Consensus Forecast* (LFCF), los precios minoristas se elevarían 3,2% en 2006 y 2,3% en 2007, luego de crecer 3,4% en 2005, por lo que las expectativas de inflación se mantienen relativamente contenidas.

Ante un contexto de riesgos inflacionarios latentes y datos reales mixtos, a partir de mayo la política monetaria de EE.UU. se tornó más dependiente de los datos económicos de corto plazo. En este marco de incertidumbre y frente a subas de precios superiores a las esperadas, que elevaron las expectativas de continuación del ciclo alcista de tasas de interés, se evidenció una fuerte volatilidad en los mercados financieros internacionales (ver Gráficos II.2 y II.5). En efecto, desde principios de mayo hasta mediados de junio, se registraron fuertes descensos en los mercados financieros globales.

² Según LFCF, el PIB se expandiría 3,4% en 2006 y 3,0% en 2007.

³ *Personal Consumption Expenditures*.

Gráfico II.6
Cotización del Dólar

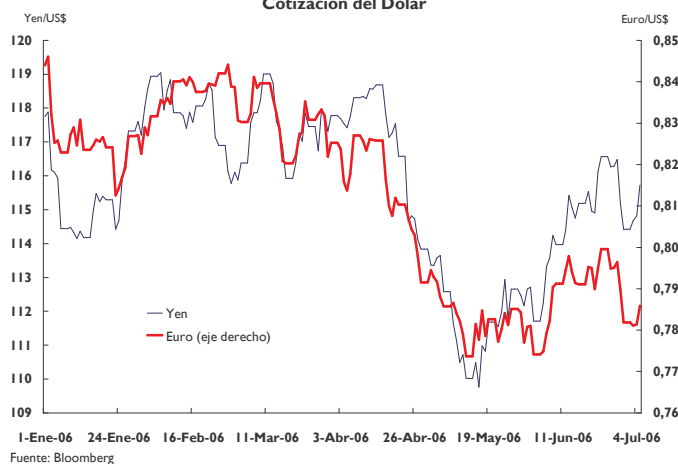


Gráfico II.7
Estados Unidos. Tasas de Interés

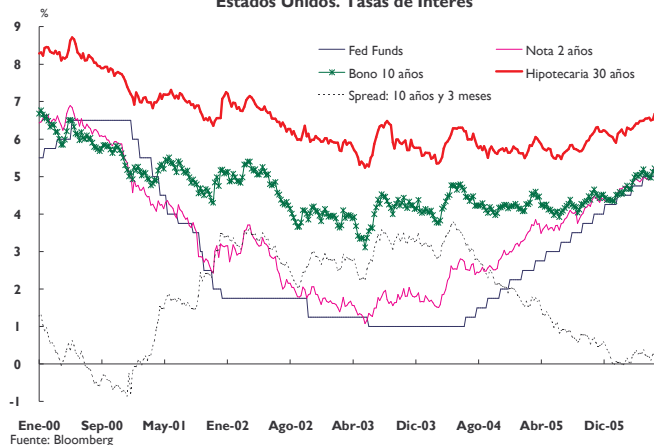
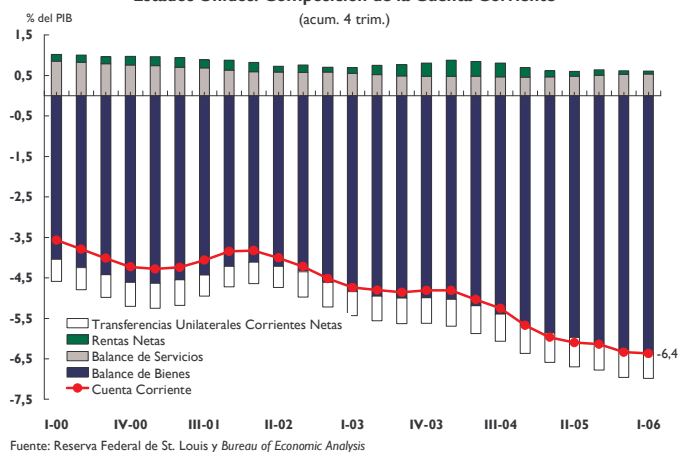


Gráfico II.8
Estados Unidos. Composición de la Cuenta Corriente
(acum. 4 trim.)



En este período, los índices bursátiles norteamericanos mostraron importantes caídas (por ejemplo, el Índice Dow Jones cayó 8,0% y el Índice S&P 500 7,5%), aunque este proceso se revirtió y los precios de las acciones recuperaron parte de las reducciones registradas. Adicionalmente, en ese lapso de tiempo se detuvo la depreciación del dólar frente al euro y al yen, y las tasas de interés de largo plazo disminuyeron (ver Gráfico II.6). La mayor volatilidad estaría explicada por una corrección de las condiciones financieras ante un escenario internacional de menor liquidez y, al mismo tiempo, estaría reflejando la incertidumbre con respecto a la trayectoria futura de la política monetaria de EE.UU. ante el temor de que mayores tasas de interés impacten muy negativamente en el crecimiento (ver Apartado 1).

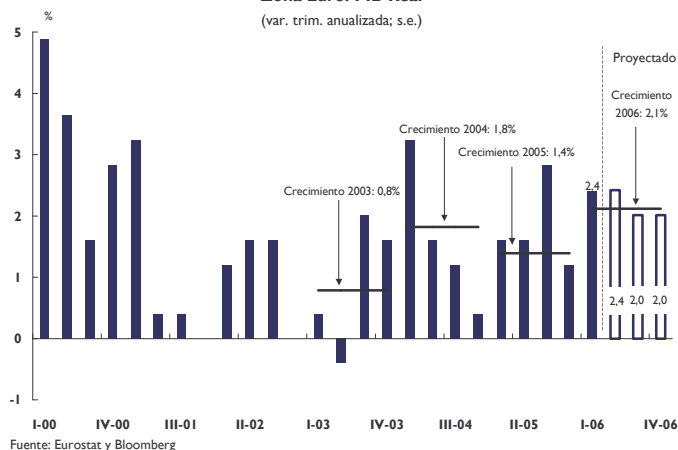
Ante el incremento (en el margen) de la inflación subyacente y ciertos riesgos inflacionarios provenientes de los altos niveles de utilización de recursos y de los elevados precios de la energía y otras materias primas, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal de EE.UU. decidió, en su reunión de junio, elevar 0,25 puntos porcentuales (p.p.) la tasa de los *Fed Funds*, llevándola hasta 5,25% anual (ver Gráfico II.7). Hace unos meses el mercado esperaba que la Reserva Federal finalizara en mayo su política de endurecimiento monetario iniciada en junio de 2004, dejando la tasa de referencia en 5,0%, pero luego el FOMC consideró que de ser necesaria una continuación del ciclo alcista, la extensión y *timing* de este proceso dependería de la evolución de sus perspectivas de crecimiento e inflación, no descartando así nuevos incrementos. No obstante, según el mercado, la tasa de interés de referencia sería elevada solamente 0,25 p.p. adicionales en lo que resta del año.

En tanto, la Cuenta Corriente (valor acumulado en 4 trimestres) continuaría profundizando el déficit que registra desde principios de 1992. El resultado no sólo ha sido negativo, sino que también ha mostrado una tendencia creciente en términos del Producto, y en el primer trimestre del año alcanzó a 6,4% del PIB. Este continuo deterioro de las cuentas externas respondió principalmente a un creciente déficit en el balance comercial de bienes. Durante el primer trimestre de 2006, el balance comercial de bienes mostró un déficit de US\$207.969 millones, levemente menor al exhibido el trimestre anterior (US\$212.506 millones), mientras que las Transferencias unilaterales corrientes netas también fueron negativas y totalizaron el equivalente a 9,5% del déficit. El balance comercial de servicios continuó siendo superavitario, alcanzando US\$17.228 millones, al tiempo que las Rentas netas volvieron a resultar positivas, luego de ser negativas en forma excepcional el trimestre anterior (ver Gráfico II.8). En adelante, LFCF prevé un déficit en Cuenta Corriente de 6,6% del PIB para 2006 y de 6,5% del PIB para 2007.

II.3 Zona Euro y Asia

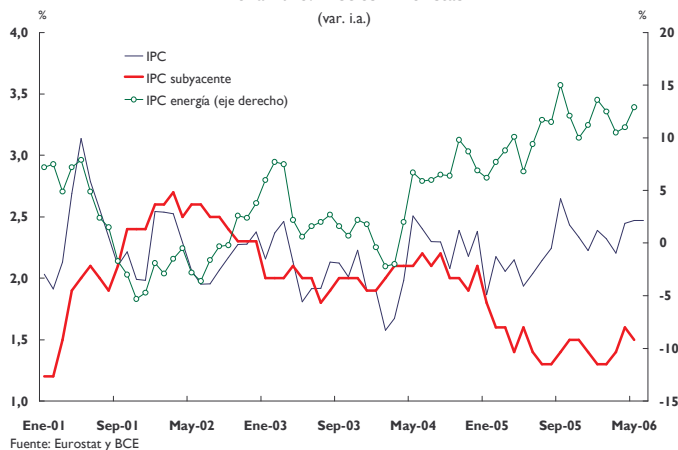
En un contexto interno y externo todavía favorable, el PIB de la zona Euro alcanzaría un crecimiento de 2,1% en el año, según la encuesta de *Bloomberg*, luego de haberse expandido 0,6% s.e. en el primer trimestre, y con un ritmo de incremento estimado en 0,5% s.e. promedio para los restantes trimestres (ver Gráfico II.9). Esta aceleración frente al crecimiento de 2005 (1,4%) estaría explicada por una mayor contribución del gasto interno. Sin embargo, existen riesgos principalmente provenientes de la evolución del precio del

Gráfico II.9
Zona Euro. PIB Real
(var. trim. anualizada; s.e.)



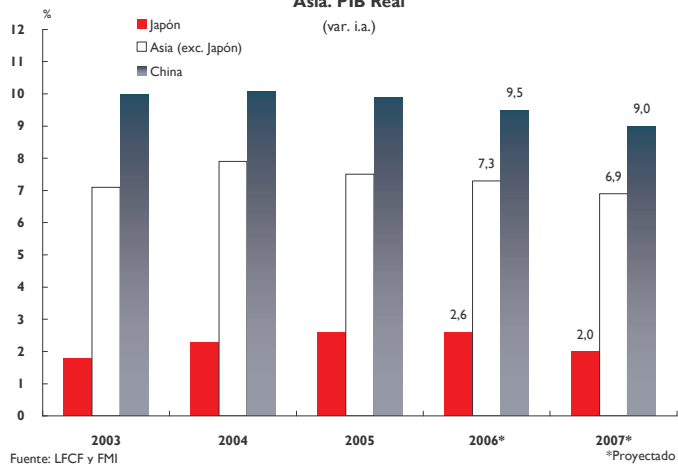
Fuente: Eurostat y Bloomberg

Gráfico II.10
Zona Euro. Precios Minoristas
(var. i.a.)



Fuente: Eurostat y BCE

Gráfico II.11
Asia. PIB Real
(var. i.a.)



Fuente: LFCF y FMI

petróleo, en un marco de importantes “desbalances globales” y creciente proteccionismo. Por su parte, el mercado laboral de la zona Euro estaría exhibiendo una liberalización acotada, y la tasa de desempleo todavía se sitúa en niveles relativamente elevados, en torno a 8,0%.

La inflación, medida a través del Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC), sigue evidenciando ritmos de subas superiores a 2,0%⁴ i.a., principalmente influidos por el encarecimiento energético. Si bien en junio el IAPC se habría elevado 2,5% i.a., manteniendo el ritmo de mayo, las perspectivas son de una moderación de la inflación hacia fin de año. En efecto, las estimaciones del Banco Central Europeo (BCE) implican una inflación de entre 2,1% y 2,5% para 2006, todavía por encima de la meta. Con todo, la inflación subyacente aún se mantiene contenida (ver Gráfico II.10). A su vez, el BCE destacó como riesgos inflacionarios incrementos adicionales en el precio del petróleo y un traspaso al resto de los precios mayor al previsto, subas adicionales en los precios administrados e impuestos indirectos, y fundamentalmente mayores presiones salariales.

En este contexto, el BCE continúa con el proceso de endurecimiento gradual de la política monetaria, iniciado en diciembre de 2005, y el 8 de junio elevó 0,25 p.p. la tasa de interés de referencia (*Main Refinancing Operations*, MRO) hasta 2,75%. A su vez, dados los riesgos a la estabilidad de precios y que la política monetaria aún es expansiva, según la encuesta de *Bloomberg*, el mercado prevé incrementos adicionales en la tasa MRO hasta 3,25% a fin de año.

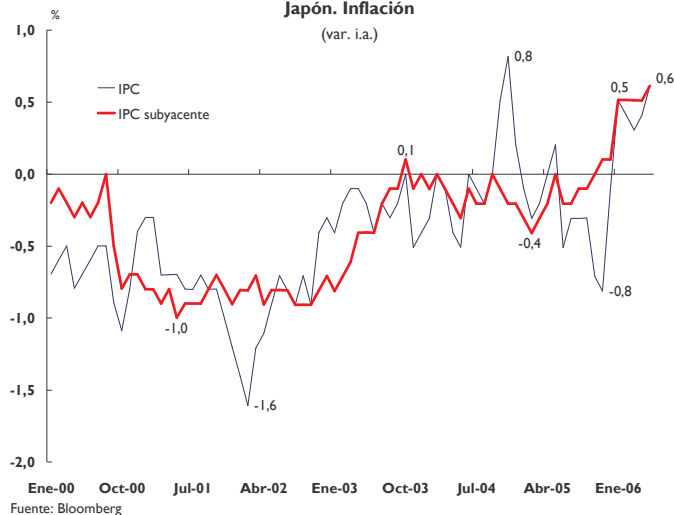
Por su parte, el ritmo de expansión de la economía de Japón continuaría en gradual aceleración y las proyecciones de LFCF señalan un crecimiento económico de 2,6% para 2006 (ver Gráfico II.11). En el primer trimestre, el PIB se incrementó 0,8% s.e. y, aunque esto representa un descenso respecto del trimestre anterior (1,1% trimestral s.e.), el Consumo Privado tomó mayor solidez como propulsor de esta recuperación y continuaría contribuyendo a la expansión en el segundo trimestre, prevista en 0,9% s.e.. En este marco, y dados los progresos en el mercado laboral y en el sector bancario, los precios minoristas siguieron incrementándose moderadamente. El IPC subyacente, que excluye los precios de los alimentos frescos, se aceleró en mayo con una suba de 0,6% i.a., luego de cuatro meses de registrar tasas de 0,5% i.a. (ver Gráfico II.12). Aún luego de siete meses de subas en el IPC subyacente, el Banco de Japón (BJ) decidió en la reunión del 15 de junio mantener el nivel de la tasa del mercado de “call” en 0%. No obstante, según el mercado, la mayor inflación podría contribuir a que el BJ decida terminar con la política de tasa de interés nula en su reunión del 14 de julio. Además, dado que el organismo se focaliza en un escenario de mediano a largo plazo, si los indicadores revelasen la existencia de presiones excesivas sobre el mercado laboral y la capacidad productiva, el BJ tendría incentivos a subir la tasa para resguardar la estabilidad de precios⁵. Cabe destacar que la proyección oficial de inflación *core* es de 0,6% para 2006.

Por su parte, el incremento del PIB de China, estimado en 9,5% para este año, continuaría motorizando el crecimiento del resto de Asia (excluyendo Japón) que, según LFCF se expandiría 7,3% en

⁴ La meta de inflación del BCE se define como un valor en torno, pero no superior a 2% i.a..

⁵ El BJ definió estabilidad de precios como subas en el IPC subyacente de entre 0% i.a. y 2% i.a..

Gráfico II.12
Japón. Inflación
(var. i.a.)

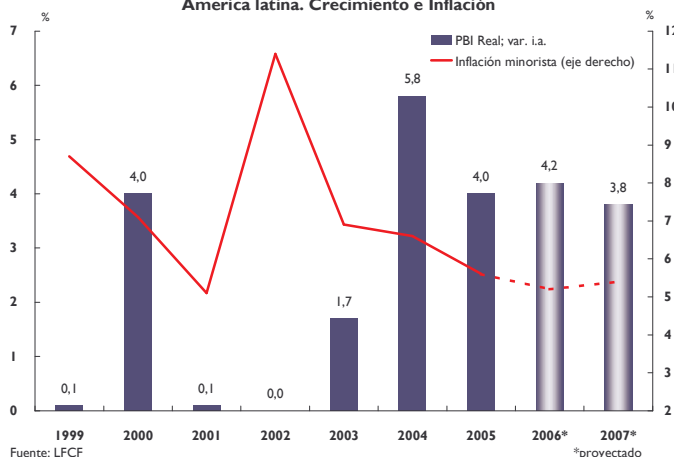


2006 (ver Gráfico II.11). La economía china continuó exhibiendo un vigoroso crecimiento (10,3% i.a. en el primer trimestre de 2006), impulsado tanto por la demanda interna como por la externa, dado que la favorable posición competitiva de China y la liberalización de las regulaciones a la inversión continuaron impulsando el crecimiento de las exportaciones y atrayeron significativos flujos de Inversión Extranjera Directa (IED). El fuerte crecimiento renovó las preocupaciones acerca de un sobrecalentamiento de la economía china y, en ese marco, a fines de abril el Gobierno decidió elevar 0,27 p.p. la tasa de referencia para los préstamos interbancarios, hasta 5,85%. En tanto, los precios minoristas se mantuvieron relativamente estables (1,4% i.a. en mayo), a pesar de los elevados precios del petróleo. En adelante, las perspectivas de expansión económica de la región asiática son favorables, aunque enfrentan riesgos provenientes de la evolución del precio del petróleo y de excesos de inversión en algunos sectores de la economía china.

II.4 América Latina

Las economías de América latina continúan evolucionando favorablemente, en un marco de significativos progresos en sus *fundamentals* observados en los últimos años, que contribuyen a que estén mejor preparadas para enfrentar *shocks* externos. En efecto, la mayor incertidumbre y el incremento de la volatilidad en los mercados financieros observados desde principios de mayo, tuvieron un impacto relativamente leve en las economías de la región respecto de otras economías emergentes. El mayor efecto se observó en la caída de los índices bursátiles y en las monedas, aunque fueron desvalorizaciones relativamente temporarias. En tanto, en mayo la tendencia a la baja del *spread* de riesgo soberano de la región se interrumpió, pero desde fines de junio retomó esa senda y en el año lleva acumulada una caída de 55 puntos básicos (p.b.; ver Gráfico II.19 y Apartado 1).

Gráfico II.13
América latina. Crecimiento e Inflación



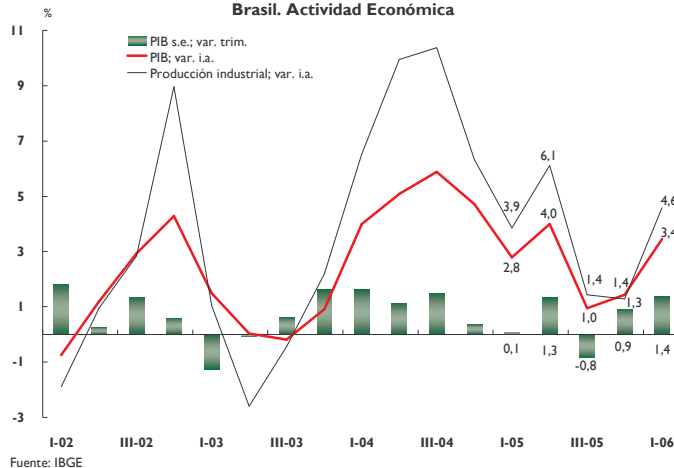
La actividad económica en América latina sigue en una tendencia sólida y se incrementaron las perspectivas de expansión para este año. Según LFCF, el PIB regional crecería 4,2% en 2006, acelerándose con respecto al ritmo del año pasado y la inflación se situaría en 5,2%, continuando con la desaceleración de los últimos años (ver Gráfico II.13). En tanto, la Cuenta Corriente finalizaría el año con un superávit de 0,9% del PIB. Por su parte, el ciclo de elecciones presidenciales en la región se está desarrollando normalmente, habiendo ya tenido lugar la mayoría de los comicios previstos⁶. De las principales economías de la región, restan las elecciones de Brasil y de Venezuela antes de fin de año.

Las economías de la región continuaron con las políticas contracíclicas de acumulación de Reservas y siguieron adoptando medidas para mejorar las condiciones financieras y reducir el *stock* de sus deudas públicas, como se observó en el caso de Brasil y México, entre otros. En efecto, durante los primeros días de junio el Tesoro brasileño recompró US\$1.200 millones aproximadamente de deuda externa con vencimiento entre 2007 y 2030. Ese mismo mes, el Gobierno mexicano anunció la cancelación anticipada de deuda multilateral por alrededor de US\$7.000 millones.

⁶ Honduras, Chile, Bolivia, Haití, Costa Rica, Perú, Colombia y México.

Gráfico II.14

Brasil. Actividad Económica



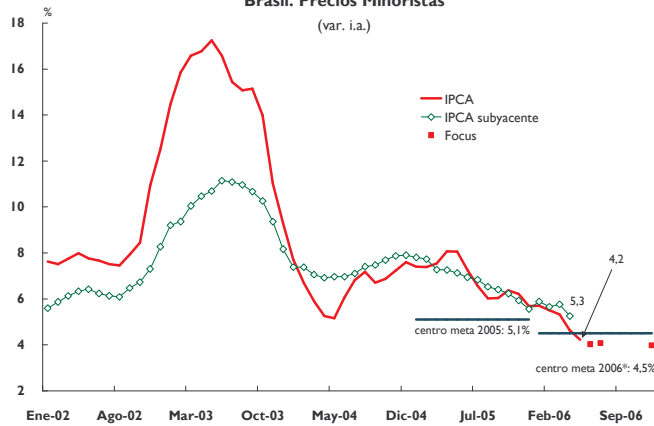
Este año, la economía de Brasil alcanzaría un favorable ritmo de crecimiento del Consumo y la Inversión, combinado con inflación dentro de la meta, reducción de tasas de interés y mejoras en el perfil de endeudamiento público. En el segundo trimestre, la economía brasileña habría continuado con la gradual recuperación observada en el primer trimestre (3,4% i.a.), impulsada por el gasto interno. En tanto, el incremento de la masa salarial y los efectos de la flexibilización de la política monetaria seguirían impulsando al Consumo el resto del año. Por su parte, continuó la tendencia gradual de reducción del superávit comercial, y para el segundo trimestre se prevé una mayor contribución negativa del sector externo al crecimiento del PIB (ver Gráfico II.14).

En este marco, según la Encuesta Focus del Banco Central de Brasil (BCB), el mercado estima que en el segundo trimestre de 2006 la economía habría crecido 3% i.a. y exhibiría tasas levemente superiores en los restantes trimestres para alcanzar un incremento de 3,6% en el año. En tanto, la proyección de expansión anual del BCB es de 4,0%.

Gráfico II.15

Brasil. Precios Minoristas

(var. i.a.)

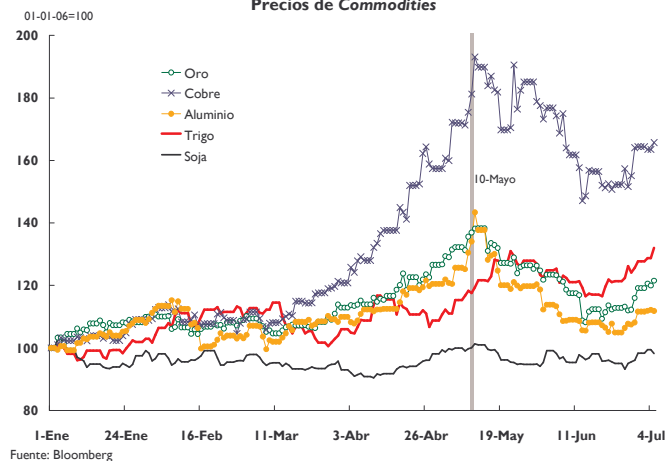


Dados los efectos rezagados de la política monetaria del año pasado, junto a otros factores, la inflación, medida por el Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA), continúa en una tendencia decreciente y dentro del rango establecido por el Consejo Monetario Nacional (CMN) para 2006⁷ (ver Gráfico II.15). Asimismo, de acuerdo a la encuesta Focus del BCB, las perspectivas para este año siguieron descendiendo y actualmente se prevé una inflación anual de 3,98%, por debajo del centro de meta (4,5%). No obstante, existen riesgos inflacionarios provenientes de aumentos salariales, en un marco de tasa de desempleo históricamente baja.

Así, teniendo en cuenta la trayectoria favorable de la inflación, el Comité de Política Monetaria (Copom) del BCB decidió en mayo continuar con el proceso de recortes en la tasa Selic, mediante una reducción de 0,5 p.p.. En las minutas de su reunión, el Comité señaló que continuaría el ciclo bajista, pero con mayor cautela ante la fuerte volatilidad e incertidumbre en el mercado externo y ante los efectos del elevado precio del petróleo sobre las expectativas inflacionarias. Esta actitud precautoria se reflejó en el descenso del ritmo de recortes que pasó de 0,75 p.p. a un recorte de 0,5 p.p..

Gráfico II.16

Precios de Commodities

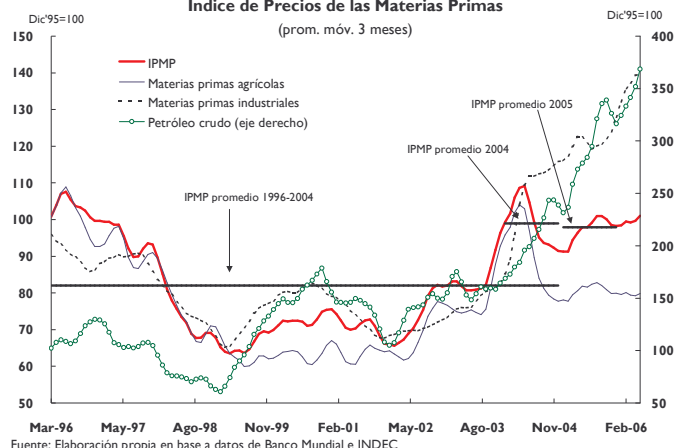


II.5 Precios de las Materias Primas

Ante el contexto de volatilidad en los mercados internacionales de activos, los precios de las materias primas también se vieron afectados aunque mostraron un comportamiento dispar. Por un lado, las materias primas agrícolas se mantuvieron relativamente estables y la evolución de sus precios habría respondido en mayor parte a sus *fundamentals*. Por otro lado, los metales habrían sentido cierto impacto asociado a la incertidumbre global y exhibieron desvalorizaciones a partir de principios de mayo (ver Gráfico II.16). El precio del petróleo registró cierta volatilidad, pero en promedio se mantuvo cercano a su nivel récord, y recién a fin de junio mostró una tendencia ascendente (ver Gráfico II.18). Con todo, los precios de las materias primas continúan en niveles históricamente altos.

⁷ Para 2006, el CMN estableció un centro de meta de 4,5% con un margen de tolerancia de 2 p.p..

Gráfico II.17

Índice de Precios de las Materias Primas
(prom. móv. 3 meses)


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

El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que refleja la evolución promedio de los *commodities* más relevantes en las exportaciones argentinas, continuó aumentando y se ubicó en mayo 6,5% por encima del promedio de 2005. En el segundo trimestre de 2006, los precios de las materias primas, mantuvieron la tendencia creciente retomada a finales del año pasado, lo que impulsa a que el IPMP se sitúe más de 20% por encima del promedio histórico de la serie (ver Gráfico II.17). Para el resto del año se prevé que los precios de las materias primas se mantengan firmes, en un escenario de todavía elevado crecimiento económico mundial.

Las cotizaciones del complejo sojero aumentaron en el segundo trimestre tras la caída registrada en el lapso enero-marzo. Una serie de reducciones en la estimación del área sembrada en Estados Unidos para la campaña 06/07, de acuerdo a los reportes del Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA), habría sido el principal factor de mejora en los precios, aunque aún se mantiene la previsión de que aumente el área sembrada en relación con la campaña anterior. En tanto, los fondos de inversión continuarían interviniendo en el mercado aminorando el rango de volatilidad de los precios, en un contexto en el cual los fundamentos de la producción marcan el movimiento de las cotizaciones. De todos modos, los reportes de agosto sobre el estado de los cultivos en EE.UU. serán determinantes para la evolución de los precios a nivel internacional para el resto del año (ver Cuadro II.1).

Las buenas condiciones climáticas para la campaña norteamericana del maíz determinarían que los precios de mercado reflejen leves deterioros. No obstante, informes más recientes del USDA reportan alzas en la demanda, que permiten vislumbrar un sustento para los precios, al menos por el momento. Así, las expectativas de precios son favorables en el corto plazo, teniendo en cuenta que se prevé un bajo nivel de *stocks* con respecto al consumo, en un marco de menor área sembrada en EE.UU. y continuo crecimiento de la demanda para la producción de etanol. Existen, de todos modos, riesgos provenientes de las buenas perspectivas de cosechas, que podrían impulsar a los fondos de inversión a desarmar sus posiciones actuales, implicando una baja en los precios más allá de lo que hoy marcan los contratos a futuro.

El precio del trigo continuó con su marcado crecimiento desde principio de año, en un contexto de fuertes caídas en la producción esperada en Estados Unidos (que representa 9,2% de la producción mundial), dados los reportes de menores cantidades de cultivos en buenas condiciones. Así, el trigo se encareció alrededor de 19% en la primera mitad del año y mostró un alza en los últimos tres meses superior a 33% en relación con el mismo período de 2005. En este contexto, se espera que la cotización del trigo se mantenga en niveles elevados, aunque los movimientos de los fondos de inversión podrían afectar a la baja a las cotizaciones.

Por su parte, los precios de las materias primas industriales se mantuvieron en niveles altos, dado el marco de elevada expansión económica global, alcanzando un pico en abril de 2006, pero luego verificaron un descenso que estaría asociado en gran parte a la incertidumbre que está afectando a los mercados internacionales. En particular, la cotización internacional del aluminio promedió US\$2.861 por tonelada en mayo, su máximo valor de los últimos diecisiete años, aunque posteriormente inició un descenso que acumuló una pérdida de aproximadamente US\$400 por tonelada en

Cuadro II.1

Estimación de Producción Mundial de Granos
(millones de toneladas)

Producto	Campaña 04/05	Campaña 05/06			
		Producción estimada a		Stocks finales* estimados a	
		Mar-06	Jun-06	Mar-06	Jun-06
Trigo	628,8	616,8	621,9	142,6	144,0
Maíz	712,3	683,9	692,2	130,2	130,4
Soja	216,0	224,1	220,2	54,4	55,5

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

Fuente: USDA

junio. Se estima que esta nueva tendencia podría incorporar las menores restricciones en la oferta por la ampliación en la capacidad instalada en China, aunque aún persiste el contexto de sostenida alza de la demanda.

Por último, la cotización internacional del petróleo se elevó aún más en el segundo trimestre y alcanzó un nuevo récord nominal el 5 de julio. El precio del barril de petróleo crudo *West Texas Intermediate* (WTI), que había descendido por debajo de US\$60 en febrero, retomó la tendencia alcista y alcanzó un promedio de US\$70,5 en el segundo trimestre (ver Gráfico II.18). Teniendo en cuenta que los *fundamentals* del mercado petrolero no han variado sustancialmente, estos sucesos estarían asociados principalmente a nuevas escaladas en los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y las presiones al alza generadas por las operaciones de los fondos de inversión. Las subas sostenidas en el precio del petróleo podrían afectar el nivel de actividad de la economía global, tanto por el efecto directo de los mayores costos que esto impone, como por las medidas de política que se podrían llevar a cabo para morigerar el traspaso a precios minoristas de esas subas.

II.6 Flujo de Capitales

La mayor volatilidad de los mercados financieros globales habría reflejado, en parte, la lenta reversión del período de abundante liquidez mundial que ha favorecido a las economías emergentes y la mayor incertidumbre sobre el dinamismo futuro de la política monetaria de EE.UU.. Si bien la corrección de los activos financieros se evidenció en mayor medida en los emergentes, esto no respondió al estado general de sus *fundamentals*. En América latina, el impacto fue diferenciado, temporal, y afectó en mayor medida a índices bursátiles y monedas. El riesgo país de la región, que en el primer cuatrimestre había alcanzado mínimos históricos, comenzó a revertir parcialmente esa caída (ver Gráfico II.19).

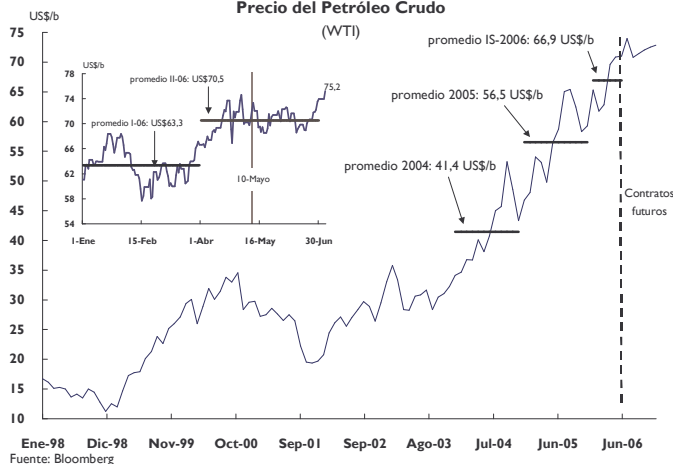
El establecimiento de un período de mayor volatilidad en los mercados financieros tendría impacto en los flujos de capitales hacia naciones emergentes. No obstante, el mejor estado de los *fundamentals* de los países emergentes, y en particular de América latina, junto con las políticas contracíclicas adoptadas por varias de las economías de la región, permitirían moderar los efectos. Asimismo, la reducción de los pasivos soberanos y privados, que en 2005 prefinanciaron parte de sus obligaciones de este año, junto con los procesos de rescate de deuda que varios países estarían realizando, también influirían en la desaceleración de los flujos de capital hacia países emergentes respecto del alto nivel del año pasado, aunque seguirían relativamente fuertes.

Finalmente, a pesar de que la liquidez internacional sigue reduciéndose y la incertidumbre podría perdurar, Argentina enfrentaría un contexto internacional aún favorable y se encuentra mejor preparada para hacer frente a una coyuntura externa adversa. Como riesgos latentes para la economía global, y por ende para Argentina, continúa preocupando la posibilidad de una corrección abrupta de los “desbalances globales”, la evolución de los precios del petróleo y de otros commodities, un mayor proteccionismo, eventuales conflictos geopolíticos y la brusca corrección de la inflación de activos, principalmente inmobiliarios, aunque cada vez con menor probabilidad de ocurrencia, al menos en EE.UU..

Gráfico II.18

Precio del Petróleo Crudo

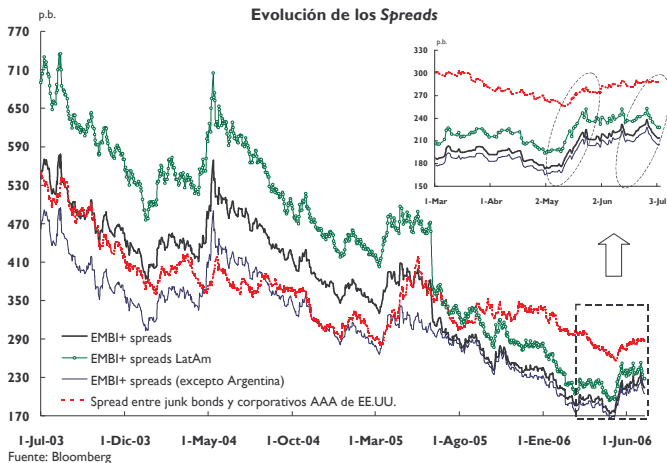
(WTI)



Fuente: Bloomberg

Gráfico II.19

Evolución de los Spreads



Fuente: Bloomberg

Apartado 1. ¿Hacia un nuevo escenario internacional?

Desde comienzos de mayo, los mercados financieros globales han registrado una mayor volatilidad, exhibiendo en un principio fuertes retrocesos para luego recuperarse en forma parcial. Sin embargo, el reciente deterioro de los mercados fue un acontecimiento selectivo en lo que a activos se refiere, destacándose las bajas de los índices bursátiles. Asimismo, el impacto fue diferenciado entre las regiones, siendo las caídas en los mercados emergentes más pronunciadas. El carácter mayormente impredecible que pueden tener estos hechos confirman la necesidad e importancia de que las economías principalmente emergentes cuenten con sólidos fundamentos macroeconómicos y lleven adelante políticas anticíclicas para poder afrontar *shocks* externos sin experimentar impactos significativos en sus economías.

La caída en los precios de los activos globales registrada recientemente estaría explicada por diversos factores que habrían actuado en forma conjunta, en un contexto de incertidumbre sobre las decisiones futuras de política monetaria de Estados Unidos ante temores inflacionarios y datos económicos reales mixtos. Uno de ellos sería la “corrección” de un largo ciclo expansivo, que habría permitido una fuerte valorización de los activos financieros. A ello se sumó otro factor: la mayor sensibilidad de los inversores frente a la incertidumbre sobre un probable deterioro de la expansión económica mundial, ante la posibilidad de un mayor endurecimiento de la política monetaria global (ver Gráfico N° 1). Estos factores estarían además magnificados por el efecto proveniente del desarme de posiciones, particularmente de las más agresivas en economías emergentes, que tenían el objetivo de búsqueda de mayores rendimientos y en la situación actual vieron caer el rendimiento relativo. No obstante, el hecho de que las valuaciones de los activos aún estén relativamente elevadas sugiere que el mercado todavía no varió sustancialmente sus perspectivas del escenario macroeconómico.

Entre el 10 de mayo y el 13 de junio, los precios de las acciones registraron en general importantes bajas, siendo más pronunciados los descensos observados en los mercados emergentes, pero luego se recuperaron parcialmente. Esto se reflejó en los precios de las acciones de las economías desarrolladas, que descendieron en promedio 12,5% ese período, al tiempo que los valores de las acciones de las economías emergentes y de América latina, duplicaron esta caída con retrocesos globales de 24,5% y 29,4%, respectivamente⁸. En efecto, los índices de las principales bolsas de las economías desarrolladas (S&P500, Dow Jones, Nikkei 225 y DAX, entre otras) mostraron descensos en torno a 10%, y los principales índices de algunas economías emergentes (Merval, Bovespa, Mexbol e ISE) cayeron en promedio 23% (ver Gráfico N° 2).

Gráfico N° 1: Principales tasas de referencia

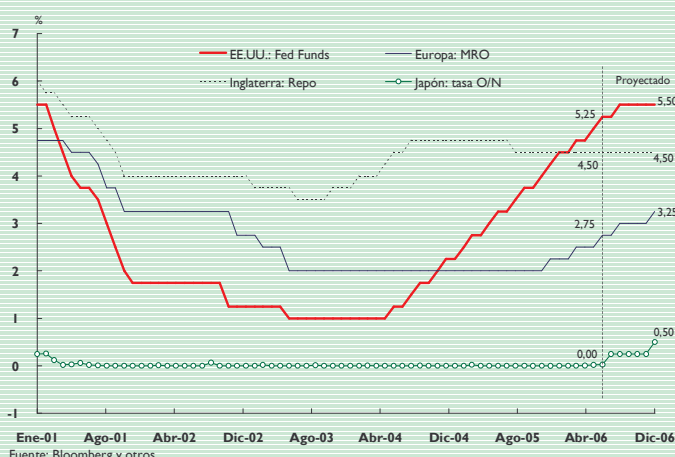
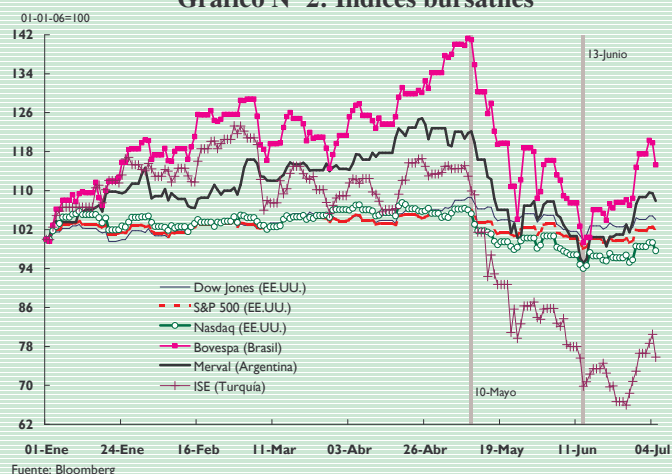


Gráfico N° 2: Índices bursátiles



Si bien los precios de las acciones, fundamentalmente de las economías emergentes, resultaron afectados en forma significativa por la volatilidad exhibida, tanto los *spreads* de las emisiones del Sector privado de EE.UU.⁹ como de las de soberanos no mostraron en general cambios pronunciados. Asimismo, ambos *spreads* mostraron similar tendencia, reafirmando así que el descenso de los precios de los activos de las economías emergentes no respondió al deterioro de sus condiciones macroeconómicas, sino a factores externos. En particular, los *spreads* soberanos agregados, que habían registrado mínimos históricos a principios de mayo, mostraron un rápido pero moderado aumento entre el 10 y el 24 de ese mes¹⁰. Sin embargo, ese incremento resultó temporal, ya que luego de mantenerse en niveles cercanos a esos valores hasta fines de junio, evidenciaron una tendencia decreciente. No obstante, en ciertos países como Turquía, que presentan abultados déficit en Cuenta Corriente, la caída en el precio de los activos, específicamente títulos públicos y monedas, no sólo ha sido más significativa sino que ha perdurado más tiempo.

⁸ Según se infiere de las variaciones de los índices MSCI (Morgan Stanley Capital International) Global, Emergentes y Latam.

⁹ Spread entre *junk bonds* y corporativos AAA de EE.UU..

¹⁰ En particular, el EMBI+ subió 49 puntos básicos (p.b.) y el EMBI+ Latam 56 p.b..

Las cotizaciones de las monedas no quedaron ajenas a esa mayor volatilidad y el dólar se revaluó tanto frente a monedas de economías emergentes como de desarrolladas. Si bien las principales monedas de América latina se depreciaron con respecto al dólar, la magnitud y la duración de la desvalorización difirió entre las monedas. Mientras que la cotización del peso argentino se mantuvo prácticamente sin cambios, el peso mexicano se depreció levemente (5,5% desde el 10 mayo hasta el 19 de junio) y el real se desvalorizó significativamente en pocos días (13% desde el 10 hasta el 24 de mayo), pero posteriormente se recuperó en forma parcial. No obstante, se destaca la evolución de la lira turca, que perdió 29% de su valor hasta el 27 de junio. En tanto, luego de varias semanas de depreciación del dólar con respecto al euro y al yen, desde mediados de mayo hasta fines de junio la divisa norteamericana se apreció con relación a esas monedas, en mayor medida frente a la japonesa. Si bien la apreciación del dólar se revirtió posteriormente, su cotización no alcanzó los niveles previos al inicio del proceso de volatilidad (ver Gráfico N° 3).

Gráfico N° 3: Tipo de cambio
(moneda/US\$)

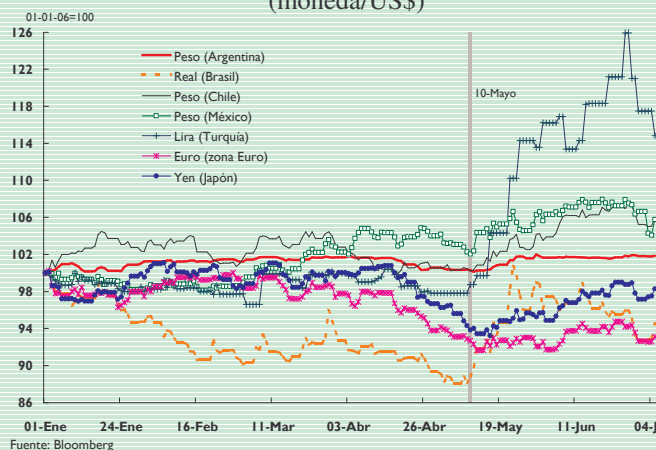
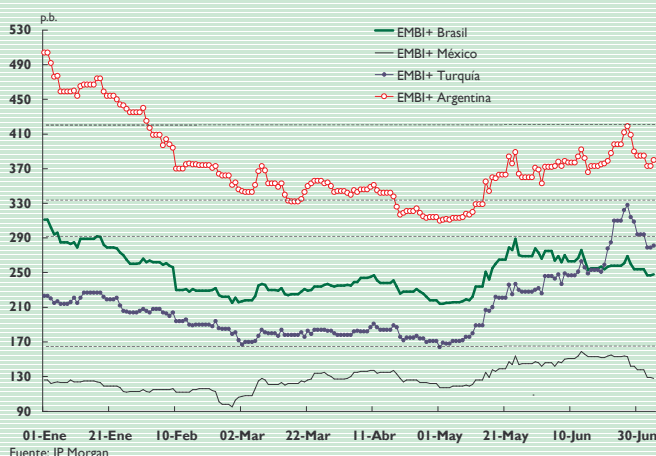


Gráfico N° 4: Riesgo soberano



En este marco de volatilidad en los mercados financieros internacionales, los precios de las materias primas también sufrieron impactos, especialmente los de las metálicas. En efecto, mientras que los valores de los productos primarios agrícolas cayeron en forma moderada, tal vez respondiendo principalmente a la evolución de sus *fundamentals*, los productos básicos industriales se desvalorizaron significativamente. Por ejemplo, entre el 10 de mayo y el 14 de junio, el precio del oro cayó 21,6% y el del aluminio 26,4%. En tanto, el precio del petróleo (WTI¹¹) se mantuvo elevado en términos nominales, al fluctuar en torno a US\$71/barril.

En este contexto, si bien Argentina ha resultado afectada por la volatilidad, su impacto fue moderado e inferior al registrado en otras economías emergentes. No sólo el valor de su moneda se mantuvo sin cambios, sino que también el Índice del Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) cayó en menor medida que otros índices bursátiles. Adicionalmente, los precios de los productos primarios exportables del país no mostraron significativas bajas y, a diferencia de otras economías emergentes, el nivel de riesgo soberano alcanzado en los últimas semanas es aún inferior a los niveles registrados a principio de año (ver Gráfico N° 4).

De mantenerse la volatilidad global, Argentina se encuentra mejor preparada para afrontar *shocks* externos, resultado de las políticas anticíclicas aplicadas en los últimos trimestres, como la acumulación prudencial de reservas, y las mejores condiciones macroeconómicas que exhibe el país. En efecto, Argentina en los últimos años ha crecido a tasas en torno a 9% y se estima que este año, aunque a un menor ritmo, continúe con un sólido desempeño. Además, registra superávit en Cuenta Corriente desde 2002 y un importante superávit fiscal consolidado desde 2003, resultados que perdurarían en los próximos años.

Resulta aún prematuro evaluar si el reciente incremento de la volatilidad en los mercados financieros perdurará en el tiempo. Por lo tanto, es difícil estimar si afectará al crecimiento de la demanda global este año. No obstante, un debilitamiento importante del gasto se reflejaría en mayor medida en el crecimiento mundial de 2007, ya que este año comenzó con un incremento significativo en el primer semestre, que deja un importante arrastre estadístico para el resto de 2006. Con todo, aún se estima que el PIB mundial crezca 4,3% en 2006 y 4,4% en 2007¹².

¹¹ West Texas Intermediate.

¹² Estimaciones de LatinFocus Consensus Forecast (LFCF).

III. ACTIVIDAD ECONÓMICA

III.1 Síntesis

El ritmo de crecimiento de la economía se mantiene firme según se desprende de la evolución de distintos indicadores económicos adelantados y el Producto finalizaría el año con un cuarto período consecutivo de incremento. En particular, en el segundo trimestre del año el PIB se habría expandido más de 2% sin estacionalidad (s.e.), luego de crecer 1,2% s.e. en el primer trimestre y la suba acumulada desde mediados de 2002 ya asciende a 40% s.e..

Desde el punto de vista del gasto, el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre de 2006 estuvo explicado por el incremento del Consumo (Público y Privado) y un mayor aporte de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), en tanto que las Exportaciones Netas (XN) contribuirían negativamente. En particular, el Consumo Privado siguió avanzando en línea con la tendencia previa, a partir del aumento del poder adquisitivo de la población, el alza del empleo y el mayor uso del crédito, en un contexto de altos niveles de confianza de los consumidores. Por su parte, la IBIF reflejaría la recuperación de la construcción, luego de que fuera afectada por factores puntuales en el primer trimestre.

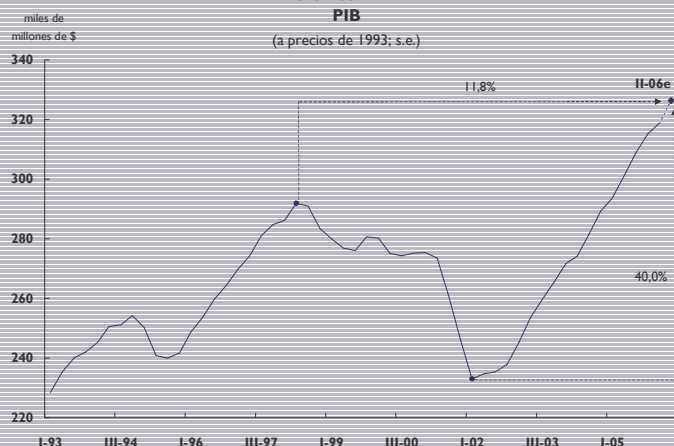
Por el lado de la oferta, la producción de bienes habría encabezado el crecimiento de la economía en el segundo trimestre, teniendo en cuenta los buenos resultados exhibidos por los indicadores adelantados de la industria y la construcción. La producción de servicios también habría continuado en aumento, a partir del significativo aporte de la intermediación financiera y de los sectores de transporte y comunicaciones.

Teniendo en cuenta que los fundamentos de la economía permanecen sólidos, y a pesar de la mayor volatilidad externa, se prevé que el desempeño de la actividad en el resto del año siga siendo favorable.

Gráfico III.1

PIB

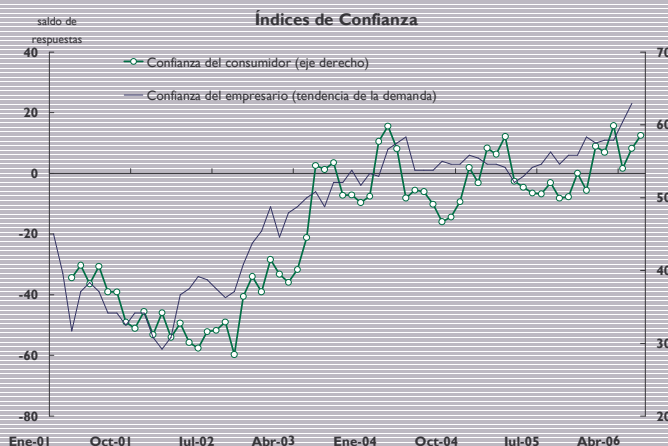
(a precios de 1993; s.e.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.2

Índices de Confianza



Fuente: UTDT y FIEL

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

Series desestacionalizadas	II-05 / I-05	III-05 / II-05	IV-05 / III-05	I-06 / IV-05	II-06 / I-06
PIB	2,6	2,6	1,9	1,2	
EMAE (Proxy mensual del PIB) (*)	2,5	2,4	2,1	0,9	1,5
Indicadores de Oferta					
Industria (EMI)(**)	1,6	2,0	2,5	0,5	2,2
Construcción (ISAC)(**)	3,7	6,5	7,7	-1,3	8,4
Servicios Públicos (**)	3,3	1,2	3,3	3,8	4,2
Indicadores de Demanda					
Consumo					
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades)(**)	7,7	8,6	3,8	6,0	3,9
Ventas Supermercados (cantidades)(**)	0,7	0,7	2,6	1,1	4,1
Ventas Centros de Compras (cantidades)(**)	5,6	3,9	3,8	2,6	-0,5
Ventas de Autos	5,5	5,2	-0,3	8,2	-3,4
IVA DGI a precios constantes	2,3	1,8	2,6	2,7	2,7
Inversión					
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades)(**)	15,3	10,8	2,7	0,6	7,7
Construcción (ISAC)(**)	3,7	6,5	7,7	-1,3	8,4
Exportaciones Netas					
Exportaciones (cantidades)(**)	1,3	3,3	0,9	0,5	1,5
Importaciones (cantidades)(**)	9,7	-0,2	5,3	0,7	2,1

(*) Dato a abril
(**) Dato a mayo
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Producción y ADEFA

III.2 Componentes del Gasto

La economía continúa creciendo a un ritmo elevado, siguiendo la tendencia exhibida desde 2003. De esta forma, el actual ciclo económico habría alcanzado su decimoséptimo trimestre consecutivo de expansión y los niveles de actividad ya sobrepasaron en más de 10% al nivel máximo de producción previo a la crisis, correspondiente al segundo trimestre de 1998 (ver Gráfico III.1).

Teniendo en cuenta los indicadores adelantados de actividad, el PIB se habría incrementado a un ritmo superior a 2% desestacionalizado (s.e.) en el segundo trimestre de 2006, similar al crecimiento promedio observado desde mediados de 2002 (ver Cuadro III.1). Este aumento habría sido liderado nuevamente por la Absorción Interna, destacándose el importante incremento que mostraría la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), en tanto que los niveles de Consumo también habrían permanecido elevados. Por su parte, la contribución de las Exportaciones Netas (XN) habría sido negativa.

De esta forma, el crecimiento económico en el segundo trimestre sería así más pronunciado al exhibido en el primero, cuando la variación trimestral fue de 1,2% s.e. (8,6% interanual -i.a.-). El aumento del Producto en los primeros tres meses del año estuvo sustentado principalmente en los altos niveles de Consumo alcanzados, en tanto que el aporte de la IBIF y las XN en conjunto fue neutro en el margen (ver Gráfico III.3).

Teniendo en cuenta el arrastre que dejaría el segundo trimestre (superior a 6% s.e.) y el impulso previsto en los niveles de Consumo e Inversión en la segunda mitad del año, se proyecta un incremento del PIB entre 7,5% i.a. y 8% i.a. durante 2006, que dejaría un arrastre estadístico mayor a 2 puntos porcentuales (p.p.) para el próximo año.

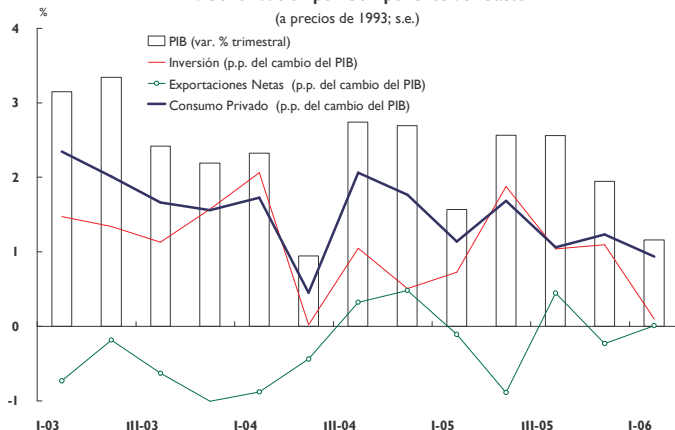
Inversión

La Inversión mantiene una tendencia positiva, que refleja las favorables expectativas de los empresarios sobre las posibilidades de expansión de la economía. Este proceso ha sido liderado fundamentalmente por la inversión en activos inmuebles, aunque lentamente también se observa un mayor impulso en la inversión en capital reproductivo.

En este marco, el gasto en Inversión tuvo una fuerte alza en el segundo trimestre, motorizado por la Inversión en construcción, con un incremento que se habría situado en torno al aumento promedio observado durante los últimos tres trimestres de 2005 (7,0% s.e.).

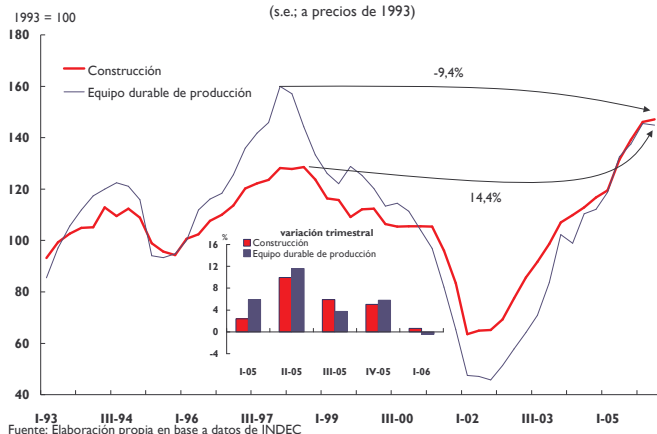
A diferencia del resto de los componentes de la Absorción Interna, que mantuvieron la trayectoria ascendente previa, en el primer trimestre la Inversión registró una desaceleración y finalizó con un alza de 0,5% s.e. (22,8% i.a.). La menor expansión fue explicada por una disminución transitoria en el gasto en Equipo durable y una desaceleración en Construcción. En particular, diversos factores de oferta habrían afectado coyunturalmente al comportamiento de la Inversión en construcción, que culminó el trimestre con un incremento de 0,7% s.e. (23,0% i.a.) luego de haber registrado un aumento promedio de 5,8% s.e. durante 2005. Por su parte, el gasto

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



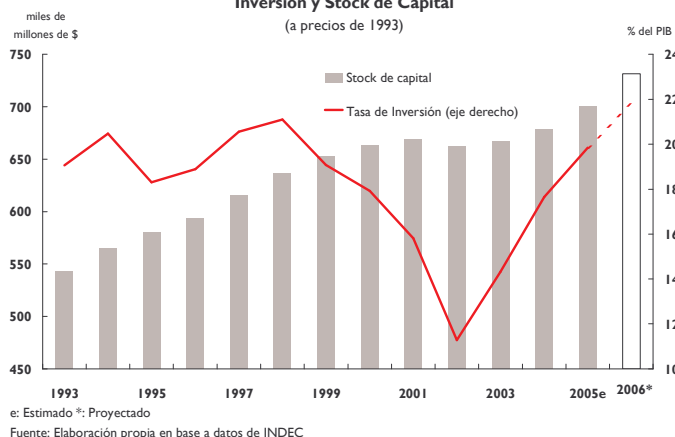
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

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



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

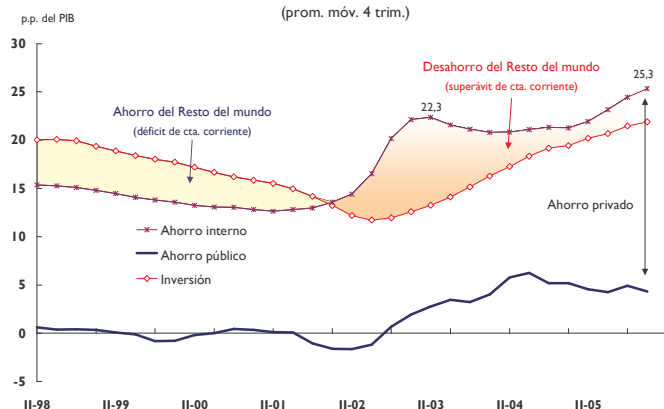
Gráfico III.5
Inversión y Stock de Capital
(a precios de 1993)



en Equipo durable de producción habría experimentado una leve caída en el período (-0,4% s.e.; ver Gráfico III.4).

El fuerte aumento de la IBIF en el segundo trimestre de 2006, habría permitido alcanzar una Tasa de Inversión medida en términos desestacionalizados a precios constantes cercana a 22% del PIB, que superaría los registros de 1998. En la segunda mitad del año, la IBIF continuaría creciendo por encima del resto de la economía y la Tasa de Inversión se ubicaría en promedio en 21,7% del PIB a precios constantes durante 2006 (ver Gráfico III.5). En el año el incremento de la IBIF en construcción y en capital reproductivo sería similar, manteniéndose prácticamente inalterada la participación de cada componente en el total invertido (en 2005 el 61,8% se destinó a Inversión en construcción y el 38,2% a Equipo durable). Sin embargo, el impacto de la inversión sobre el acervo de capital es distinto teniendo en cuenta los diferentes niveles acumulados de capital y la amortización de cada segmento. Así, el aumento del *stock* de capital en Equipo durable sería superior a 6% y en Construcción alcanzaría a 4% en 2006.

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



La Inversión continuó siendo financiada principalmente con ahorro interno privado, que se situó en sus valores máximos y permitió compensar el menor ahorro observado en el Sector público (ver Gráfico III.6). Cabe notar que lentamente las fuentes de financiamiento se van diversificando más y disminuye el aporte de los fondos propios. Así, se pueden observar mayores acuerdos de empresas con bancos y organismos extranjeros que otorgan líneas de crédito para la realización de inversiones de largo plazo, si bien aún los montos son reducidos con respecto a los obtenidos en el período previo a la crisis. El sistema financiero local también ha expandido sus líneas de financiamiento a inversiones productivas, aunque su foco principal se centra aún en la financiación de capital de trabajo.

Dado que en lo que resta del año la Inversión seguiría creciendo, aunque a un ritmo algo más moderado que en el segundo trimestre, se proyecta que la suba anual sería cercana a 18% i.a., alcanzando el registro más alto de los últimos 20 años en términos del PIB.

Consumo

Los niveles de Consumo siguen incrementándose a partir del aumento de la masa salarial (tanto por la expansión del empleo como de los salarios reales) y de un aumento en el endeudamiento de las familias. Asimismo, la confianza de los consumidores se ha ubicado en torno a los máximos niveles de los últimos 3 años, hecho sustentado en la fortaleza de las expectativas presentes, la reducción de los niveles inflacionarios y un incremento del ingreso disponible (ver Gráfico III.2).

En este contexto, de acuerdo a los indicadores adelantados en el segundo trimestre el Consumo Privado habría mantenido una dinámica similar a la observada en el primer trimestre, cuando se expandió 1,4% s.e. (ver Gráfico III. 7). En particular, dentro de los indicadores adelantados se destaca el incremento del Impuesto al Valor Agregado (IVA) en términos reales, de las importaciones de bienes de consumo y las ventas de supermercados. Por su parte, la venta de automotores registró una leve desaceleración luego de crecer más de 8% s.e. en el trimestre anterior (ver Cuadro III.1).

Gráfico III.7
Consumo
(a precios de 1993, s.e.)

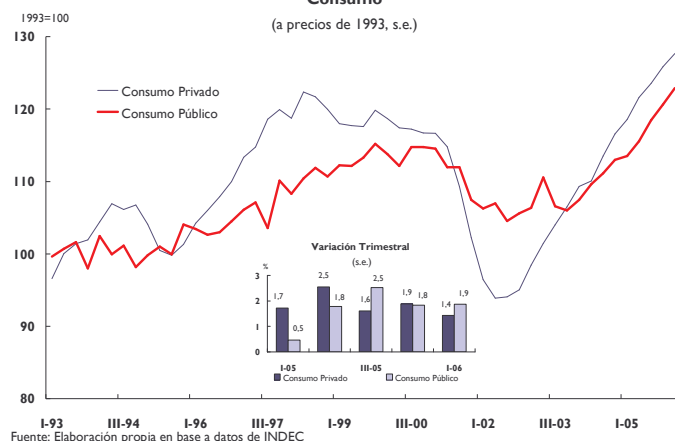
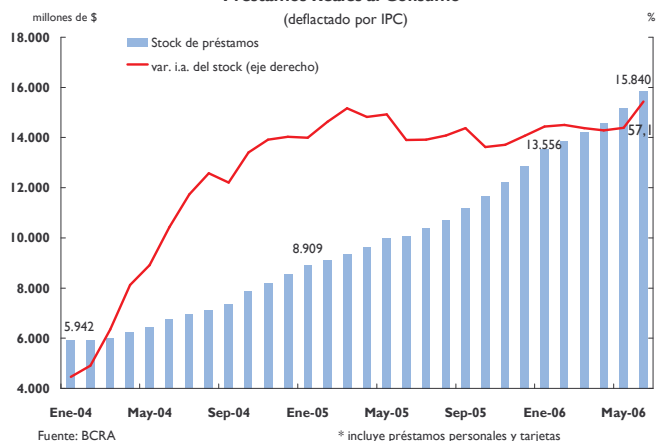


Gráfico III.8
Préstamos Reales al Consumo*
(deflactado por IPC)

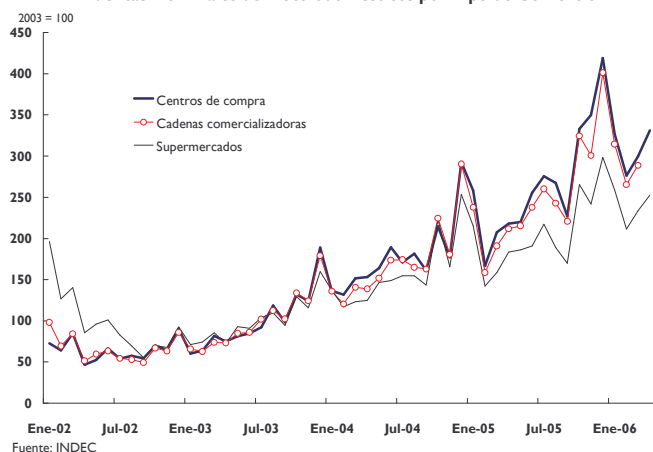


A su vez, se mantiene el incremento de las financiaciones a las familias, que ya se ubican en niveles cercanos a los previos a la crisis en términos reales y se habrían orientado al consumo de bienes durables (ver Sección VII y Gráfico III.8). Así, las ventas de electrodomésticos crecieron más de 50% i.a. en términos reales en el primer trimestre, hecho que habría continuado entre abril y junio (ver Gráfico III.9).

Los incrementos salariales otorgados a los empleados públicos tendrían un impacto positivo en los niveles de Consumo Público. De esta forma, la suba interanual de este componente de la demanda sería similar a la del primer trimestre del año, cuando aumentó al mismo ritmo que el Consumo Privado por primera vez desde el inicio de la recuperación.

En lo que resta del año, el Consumo seguiría contribuyendo positivamente al crecimiento de la economía dado el aumento previsto de las remuneraciones (privadas y públicas) y de las jubilaciones. Así, los niveles de consumo per cápita alcanzarían un nuevo récord en el corriente año.

Gráfico III.9
Ventas Nominales de Electrodomésticos por Tipo de Comercio



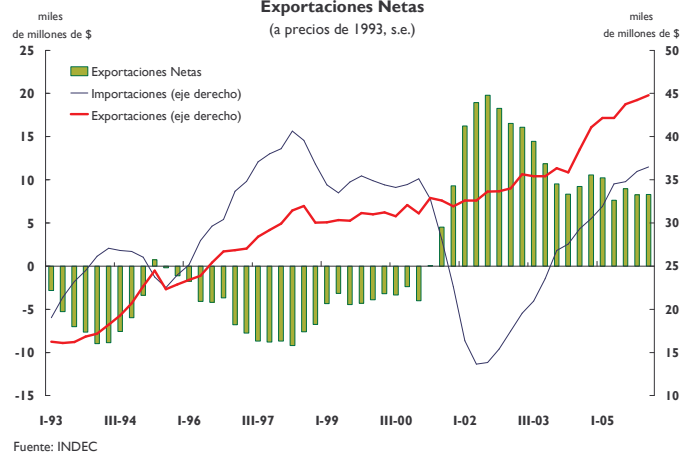
Exportaciones Netas

El saldo comercial continuaría ajustándose lentamente en términos reales, a partir de la mayor Absorción Interna. De esta forma, las XN aportarían de forma levemente negativa al crecimiento de la economía por la mayor demanda de bienes y servicios importados. No obstante, las exportaciones reales volverían a crecer a partir de los mayores envíos de productos manufacturados y servicios (ver Sección V).

La contribución negativa de las XN al crecimiento económico se observaría a partir del segundo trimestre, dado que en el primer trimestre tuvieron un aporte neutro. De acuerdo a los datos de los primeros tres meses del año, el aumento de las Importaciones de bienes y servicios reales fue compensado por el incremento de las Exportaciones, impulsadas por las ventas externas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y Agropecuario (MOA; ver Gráfico III.10).

Con todo, el signo del intercambio comercial se mantendría en terreno positivo por cuarto año consecutivo, hecho inédito en la historia económica reciente de nuestro país.

Gráfico III.10
Exportaciones Netas
(a precios de 1993, s.e.)



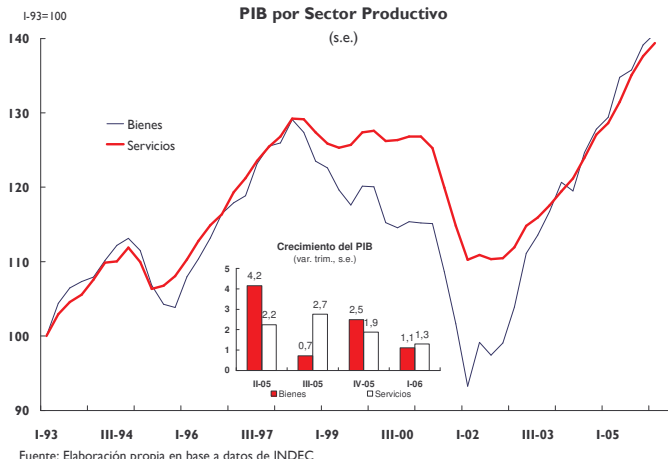
III.3 Comportamiento de la Oferta

La oferta local de bienes y servicios reales continúa en expansión, acompañando parcialmente el incremento del gasto. Asimismo, el crecimiento sigue siendo relativamente homogéneo entre los sectores, como se observa desde principios de 2004 (ver Gráfico III.11).

El buen comportamiento que indican los datos adelantados del segundo trimestre permite inferir que los factores coyunturales que afectaron a determinados segmentos de la Oferta en los primeros meses del año no habrían incidido en el resultado del período. Así, sectores como la Construcción, la Industria y el Comercio registraron fuertes aumentos en su nivel de actividad durante abril y mayo, y se espera que mantengan esta marcha favorable en los próximos meses.

Gráfico III.11

PIB por Sector Productivo
(s.e.)



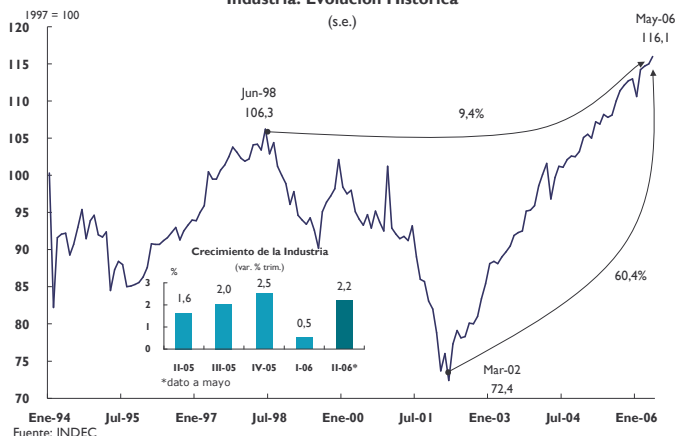
En el primer trimestre la producción de bienes creció 1,1% s.e., impulsada principalmente por el sector Agropecuario (luego de registrar dos trimestres consecutivos de caídas vinculadas a la menor cosecha de granos finos) y la Pesca (que fue el sector que se expandió con mayor vigor por segundo trimestre seguido). Estos sectores permitieron compensar las caídas en los niveles de actividad de la Industria y la Construcción.

Por su parte, el crecimiento de los sectores productores de servicios en el primer trimestre estuvo concentrado nuevamente en la Intermediación financiera, que acompañó el aumento en la actividad económica. De todas maneras, la caída observada en el sector Comercio mayorista y minorista, principal impulsor en períodos anteriores, fue el responsable de que el ritmo de expansión de los servicios se apaciguara, a lo que se sumó la contracción de las Actividades inmobiliarias.

Industria

Gráfico III.12

Industria. Evolución Histórica
(s.e.)



La actividad manufacturera sigue transitando la senda de crecimiento que se inició a mediados de 2002. De acuerdo al Estimador Mensual Industrial (EMI), en los primeros dos meses del segundo trimestre la producción industrial se incrementó 2,2% s.e., superando en 7,9% el nivel del segundo trimestre del año pasado (ver Gráfico III.12). Al impulso proveniente del mercado interno, se sumó el aumento de las ventas externas, destacándose los mayores despachos de MOI vinculados al Material de transporte (ver Sección V).

La fuerte alza de la actividad industrial sigue siendo generalizada entre los distintos sectores que componen el EMI. En efecto, once de los doce rubros considerados habrían tenido un desempeño positivo, difusión que da cuenta de la favorable situación que atraviesa la industria. Los rubros que más aportaron al crecimiento de la actividad manufacturera durante este bimestre fueron los correspondientes a la Elaboración de productos minerales no metálicos y a la Fabricación de vehículos automotores, dos de los principales motores de la expansión industrial de los últimos dos años. A su vez, la Refinación de petróleo y los Productos textiles también tuvieron una evolución positiva, mientras que Productos de tabaco fue el único sector que presentó un descenso en su nivel de actividad (ver Cuadro III.2).

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

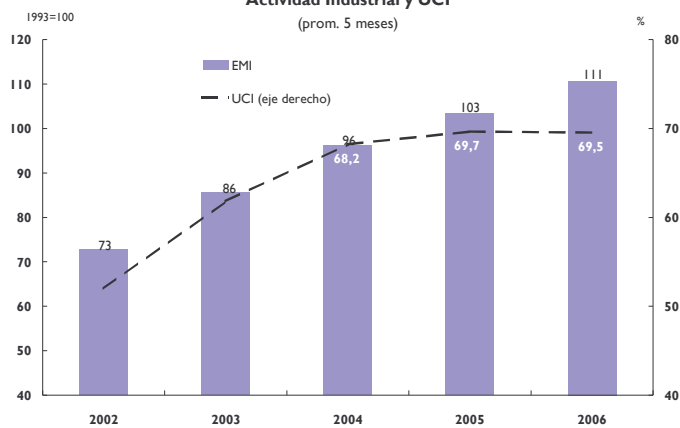
Bloques	Var. s.e.				UCI	
	III-05	IV-05	I-06	II-06*	I-06	II-06*
Industrias metálicas básicas	-2,6	2,0	3,0	0,0	93	96
Refinación del petróleo	4,7	2,3	2,1	3,2	94	94
Productos textiles	2,5	4,1	-3,8	2,8	76	84
Papel y cartón	-0,6	-2,6	0,9	2,8	77	78
Sustancias y productos químicos	2,2	3,2	0,0	2,6	74	75
Edición e impresión	0,1	2,8	1,8	2,2	74	74
Productos alimenticios y bebidas	3,1	3,1	-1,2	0,3	70	67
Resto de la metalmecánica	1,0	1,0	0,0	1,9	59	66
Productos de tabaco	-3,4	4,5	12,3	-2,7	70	64
Prod. de caucho y plástico	3,8	2,3	-0,7	0,1	65	63
Prod. minerales no metálicos	6,0	3,5	2,1	7,6	57	62
Vehículos automotores	7,9	5,2	3,6	2,1	39	49
EMI	2,0	2,5	0,5	2,2	68,7	70,8

* dato a mayo

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

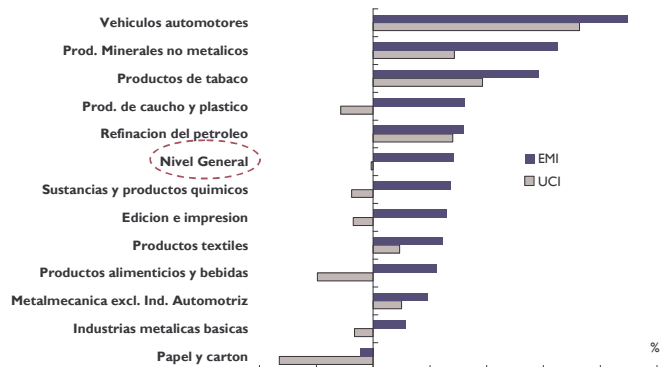
El dinamismo del rubro Minerales no metálicos en el segundo trimestre (7,6% s.e.) estuvo asociado al marcado ascenso observado en la actividad de la construcción (principal demandante de estos productos), tras verificar una desaceleración transitoria a comienzos del año. En el caso del sector Automotor, la mayor producción (2,1% s.e.) responde a un sólido crecimiento tanto de la demanda interna como externa. Además, se destaca que algunas de las principales empresas del sector incorporaron nuevas líneas de producción de vehículos con el propósito de ser proveedores regionales. Hay que tener en cuenta que la mitad de la producción de automotores del país se destinan al mercado externo y que además se vislumbra una mayor diversificación de los destinos, y una consolidación de los mercados tradicionales. En junio se firmó un nuevo acuerdo de intercambio de autos por dos años dentro del MERCOSUR (que modificó la Política Automotriz Común), hecho que promovería una mayor exportación de automóviles del país

Gráfico III.13
Actividad Industrial y UCI
(prom. 5 meses)



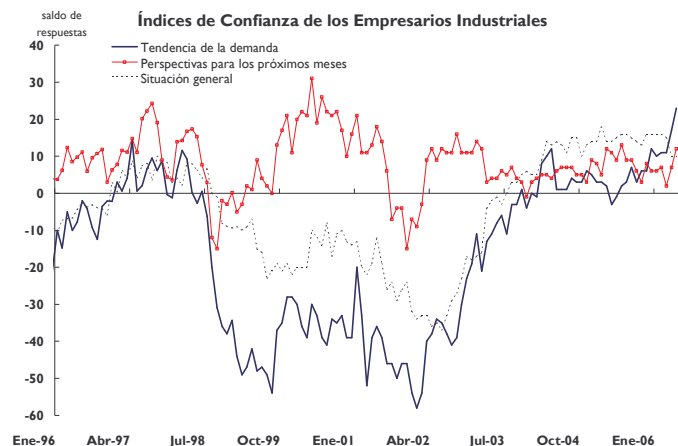
Fuente: INDEC

Gráfico III.14
Actividad Industrial y UCI
(var. i.a.; prom. 5 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.15
Índices de Confianza de los Empresarios Industriales



Fuente: FIEL

hacia Brasil. Asimismo, también se firmó un convenio bilateral con México por el que se eliminarán progresivamente los aranceles de más de 2000 productos, entre los que se encuentran los vehículos automotores (ver Sección V y Apartado 3).

La Refinación de petróleo fue otra de las actividades industriales que evolucionó favorablemente en el período (3,2% s.e.), gracias a un aumento en la refinación de naftas de mayor octanaje, fuel-oil y asfalto. Sin embargo, el crecimiento en el sector permanece acotado por el alto uso de la capacidad instalada. En tanto, la baja en la Producción de tabaco (-2,7% s.e.) respondería a una reprogramación en su volumen de elaboración, luego de la fuerte expansión de comienzos de año (12,3% s.e.) que acompañó el lanzamiento de nuevas presentaciones y marcas de bajo costo. Así, la desaceleración en este trimestre sería sólo consecuencia de una desacumulación de *stocks*, en un marco donde la demanda de cigarrillos se mantiene firme.

La expansión de la industria se está dando con una Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) que se mantiene relativamente constante, dando cuenta de la maduración de inversiones productivas realizadas por algunas empresas, e incrementos en la productividad de los trabajadores. Particularmente, el nivel promedio de la UCI en los primeros cinco meses del año es de 69,5%, similar al observado en el mismo lapso de 2004 y 2005, en tanto que la industria continúa creciendo a un ritmo superior a 7% i.a.. Entre los sectores donde se puede comprobar una expansión de la capacidad instalada se destacan los productores de manufacturas de Caucho y plástico, Sustancias y productos químicos, Edición e impresión y Alimentos y bebidas (ver Gráficos III.13 y III.14).

Asimismo, sectores que están funcionando al límite de su capacidad y que son capital intensivos, como la Refinación de petróleo y las Industrias metálicas básicas, ya están realizando inversiones, o anunciaron hacerlas, con el fin de ampliar su oferta. En el caso de las Refinerías, se anunciaron nuevas inversiones a realizarse durante los próximos años para ampliar y adaptar sus establecimientos en busca de aumentar la producción de combustibles y mejorar la calidad de sus productos. Por su parte, las principales empresas que producen acero y aluminio se encuentran en pleno proceso de ampliación de su capacidad instalada, incentivadas por la implementación de medidas de promoción estatal de inversiones en bienes de capital.

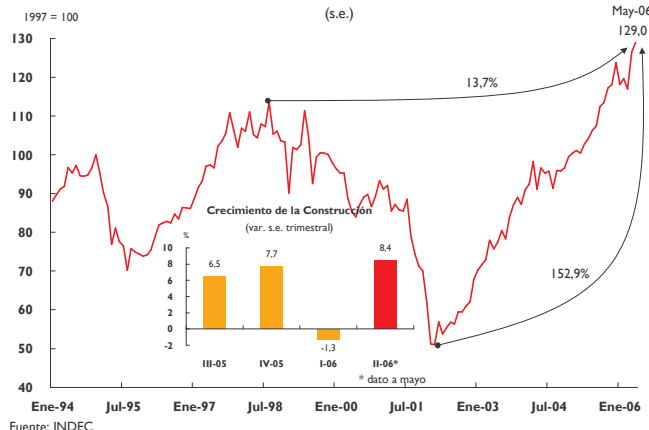
Las perspectivas de la industria son positivas y mejores que en meses pasados. Según la encuesta de FIEL, el saldo de respuestas sobre la tendencia de la demanda está en aumento desde que se inició el segundo trimestre y en mayo alcanzó un nivel que no se registraba desde 1992 (ver Gráfico III.15). En este marco, se espera que el año concluya con una expansión similar a la observada en 2005, sin comprobarse una desaceleración.

Construcción

Uno de los pilares del crecimiento económico reciente ha sido el flujo de inversión que se ha destinado a la construcción, el cual aún se mantiene firme. Los datos del segundo trimestre confirman que su dinamismo permanece vigente, ratificando que el estancamiento de principios de este año estuvo plenamente vinculado a factores puntuales.

Gráfico III.16

Construcción. Evolución Histórica
(s.e.)



De acuerdo al Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), que toma como referencia la demanda de insumos requeridos por el sector, entre abril y mayo el crecimiento acumulado ascendió a 8,4% s.e. con respecto al trimestre anterior (22,7% i.a.; ver Gráfico III.16). Esta variación representa la tasa más alta de los últimos dos años y medio y es similar al alza trimestral promedio de 2003, aunque con la diferencia de que en aquel entonces el sector se recuperaba desde los niveles mínimos de 2002 y en la actualidad se ubica cerca de 14% s.e. por encima del máximo valor de agosto de 1998.

El incremento del ISAC del segundo trimestre fue difundido a todos los tipos de construcciones, observándose un comportamiento relativamente homogéneo (ver Cuadro III.3). En particular, se destacó el dinamismo de las construcciones no residenciales, que crecieron por encima de la edificación de viviendas. Dentro de este segmento sobresalió el alza de las construcciones de infraestructura y otros destinos (comerciales e industriales).

El bloque que realiza principalmente construcciones destinadas a usos comerciales e industriales tuvo en el trimestre un desempeño superior al promedio (10% s.e.). La escasez de oferta de unidades comerciales disponibles y la importante expansión proyectada en construcción de hoteles dio lugar a un avance de emprendimientos destinados al comercio, la industria y el turismo, todas ellas actividades en crecimiento y con buenas perspectivas para lo que resta del año.

Cuadro III.3

Construcción. Evolución por Rubro
en %

Rubros	var. trim. s.e.				Contribución II-06*	var. acum. 2006 i.a.
	III-05	IV-05	I-06	II-06*		
Viviendas	6,8	10,3	-3,5	7,0	4,0	20,5
Otros destinos	9,9	7,4	-1,2	10,0	1,9	25,5
Obras viales	13,8	0,5	-2,6	10,0	1,0	15,8
Constr. petroleras	-9,1	-4,1	0,7	12,1	1,0	1,1
Infraestructura	10,1	6,8	-0,5	9,9	0,5	25,0
ISAC	6,5	7,7	-1,3	8,4		20,3

* datos hasta mayo de 2006

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

La construcción de obras públicas (Obras viales y de infraestructura) también crece a buen ritmo. Precisamente, la suba en las Obras viales ascendió a 10% s.e. (23,2% i.a.) en el segundo trimestre, siendo éste el rubro en el que más se lleva gastado en el año por parte del Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios, representando casi 30% del presupuesto ejecutado hasta mayo (ver Cuadro III.4). Por su parte, las Obras en infraestructura se expandieron 9,9% s.e. (29,2% i.a.), donde el principal impulso proviene de las erogaciones en obras relacionadas con el sector energético, según se aprecia de la ejecución presupuestaria.

Cuadro III.4

Avance en la Realización de Obras Públicas
Comparativo al 31 de mayo de cada año
(en millones de pesos de 2006*)

Item	2002	2003	2004	2005	2006	Participación (%)	Var. 06/05 (%)
Obras viales	99	114	358	705	1.087	27,8	54,2
Viviendas		306	393	807	981	25,0	21,6
Energía	40	74	66	175	769	19,6	339,4
Gasoductos					358	9,1	
Líneas de alta tensión				6	149	3,8	2437,2
Otras obras de energía	40	74	66	169	262	6,7	54,9
Infraestructura				162	227	6	40
Ferrovial				357	853	21,8	138,9
Otros	8	168	332				
Total	147	663	1.150	2.206	3.917	100,0	77,6

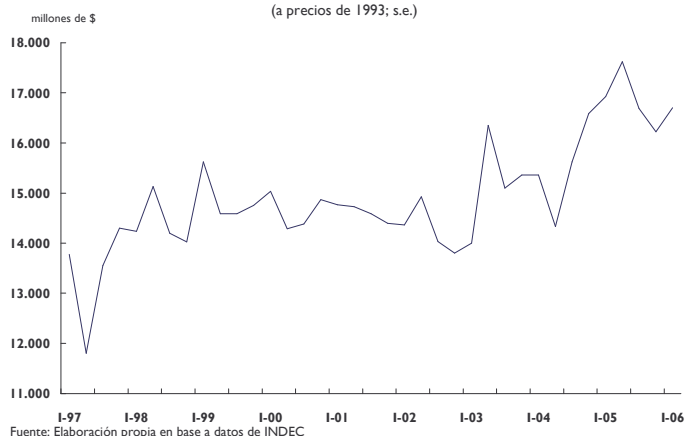
* deflactado por Índice de Costo de la Construcción

Fuente: Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios

Finalmente, la suba en la Edificación de viviendas en el segundo trimestre fue de 7% s.e. (22,3% i.a.), confirmando la continuidad casi lineal del progreso de este sector a pesar del incremento de los costos de la construcción (ver Sección VIII). Asimismo, la elevada rentabilidad que mantiene el negocio inmobiliario y las mejores condiciones del público para acceder al crédito hipotecario determinan que el dinamismo no habría de caer, a lo que se suma el impulso de los planes asistenciales de viviendas del Gobierno.

Las perspectivas de la construcción continúan siendo favorables, según lo reflejan algunos indicadores complementarios que permiten anticipar que la actividad sectorial mantendrá la tendencia alcista de los últimos años. En efecto, a las elevadas expectativas de compras de bienes inmuebles se suma el aumento en la superficie cubierta autorizada por los permisos de edificación otorgados para obras privadas. Asimismo, los relevamientos del Consejo Profesional de Arquitectura y Urbanismo (CPAU) y del INDEC muestran que las expectativas de los distintos segmentos para los meses venideros continúan siendo positivas.

Gráfico III.17
PIB Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura
(a precios de 1993; s.e.)



Cuadro III.5

Cosecha Argentina de Granos y Algodón

	2003-04		2004-05		2005-06		Dif. tns 2005-06 / 2004-05	Var % 2005-06 / 2004-05
	miles tns	porcentaje del total	miles tns	porcentaje del total	miles tns	porcentaje del total		
Cereales	34.142	49,1%	41.858	49,3%	30.762	40,8%	-11.096	-26,5%
Maíz	14.951	21,5%	20.483	24,1%	14.000	18,6%	-6.483	-31,6%
Trigo	14.563	20,9%	15.970	18,8%	12.500	16,6%	-3.470	-21,7%
Sorgo granífero	2.165	3,1%	2.894	3,4%	2.000	2,7%	-894	-30,9%
Arroz	1.060	1,5%	956	1,1%	1.175	1,6%	219	22,9%
Cebada cervicera	1.002	1,4%	886	1,0%	800	1,1%	-86	-9,7%
Avena	332	0,5%	536	0,6%	220	0,3%	-316	-59,0%
Centeno	37	0,1%	92	0,1%	29	0,0%	-63	-68,4%
Otros	33	0,0%	41	0,0%	38	0,1%	-3	-7,6%
Oleaginosas	35.098	50,4%	42.658	50,2%	44.183	58,7%	1.525	3,6%
Soja	31.577	45,4%	38.300	45,1%	40.000	53,1%	1.700	4,4%
Girasol	3.161	4,5%	3.800	4,5%	3.800	5,0%	0	0,0%
Maní	293	0,4%	445	0,5%	300	0,4%	-145	-32,6%
Otros	68	0,1%	113	0,1%	83	0,1%	-30	-26,5%
Algodón	350	0,5%	448	0,5%	364	0,5%	-84	-18,8%
Total	69.590	100%	84.964	100%	75.309	100%	-9.655	-11%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAGRYA

Sector Agropecuario

El sector agropecuario, luego del fuerte impulso observado en los últimos años, no exhibe una tendencia concluyente a lo largo del año, presentando resultados mixtos (ver Gráfico III.17). Por un lado, a pesar de haber alcanzado una nueva cosecha récord de soja, el menor volumen obtenido de cereales y las desfavorables condiciones climáticas para la siembra de los granos finos habrían impactado negativamente en el sector agrícola. A su vez, dentro del sector pecuario, se verificó una caída en la faena de bovinos que no habría podido ser compensada por la buena evolución de los sectores avícola y lácteo.

La campaña agrícola 2005/06, que finalizó recientemente, alcanzó una producción mayor a 75 millones de toneladas y logró su segundo volumen histórico, por debajo del registro de la cosecha previa (ver Cuadro III.5). Ese valor se basó en la cosecha récord de oleaginosas, particularmente soja, que compensó la caída observada en la recolección de cereales, que disminuyó 26,5% con respecto a la campaña anterior como consecuencia de la falta de agua en los suelos en los períodos de implantación del trigo y el maíz. En relación a la campaña 2006/07, las escasas precipitaciones en varias zonas productoras no permiten una recarga hídrica adecuada, como se observa actualmente en la siembra del trigo para la campaña que comienza. Pese a ello, el Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA) estima un incremento del área cultivada de trigo en Argentina cercano a 15% con respecto a la sembrada durante la campaña 2005/06, lo que redundaría en un aumento similar de la producción. En el caso del maíz y la soja, que recién comienzan a sembrarse a partir de octubre, el incremento esperado en el volumen sería de 25% y 3,3%, respectivamente. Así, se proyecta un aumento en el volumen de la cosecha que impulsaría las ventas externas.

Dentro del sector pecuario, se verificó una importante caída en la oferta de carne en el mercado durante el segundo trimestre. En efecto, en el bimestre abril-mayo se observó una reducción de 32% en las cabezas enviadas a faena con relación a igual período de 2005. Dicha desaceleración en la actividad estaría asociada no sólo a los menores volúmenes exportados, sino también a una reducción en el consumo interno per cápita (-4,7% en los primeros cuatro meses del año) y se manifestó en todos los procesos de la cadena. Sin embargo, en los próximos meses se podría observar un mejor comportamiento en los niveles productivos por la reapertura parcial de las exportaciones y un incremento del consumo interno ante la reciente baja de los precios y el aumento del poder adquisitivo de la población.

Por su parte, el sector avícola continúa mostrando tasas de crecimiento interanual de dos dígitos a partir del aumento del consumo interno, que se incrementó 15,8% en los primeros cinco meses del año dado el menor precio relativo frente a productos sustitutos. También impulsó la producción avícola la mayor demanda externa, que acumuló un alza de 8% i.a. en volumen en los primeros cinco meses del año (ver Gráfico III.18).

La producción de leche cruda aumentó 9,6% i.a. en el segundo trimestre, situación que redujo la presión sobre los precios internos por la mayor oferta disponible de la materia prima. Esta nueva suba

Gráfico III.18
Producción Industrial Pecuaría
(s.e.)

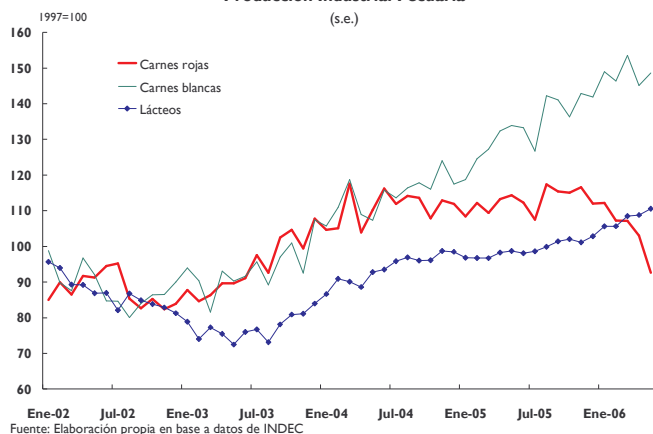
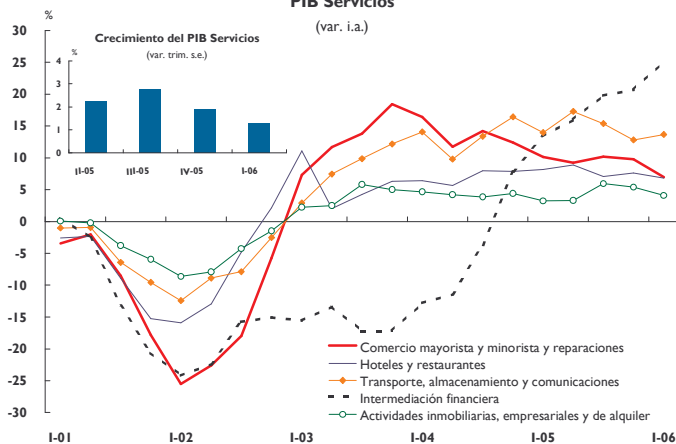


Gráfico III.19
PIB Servicios



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

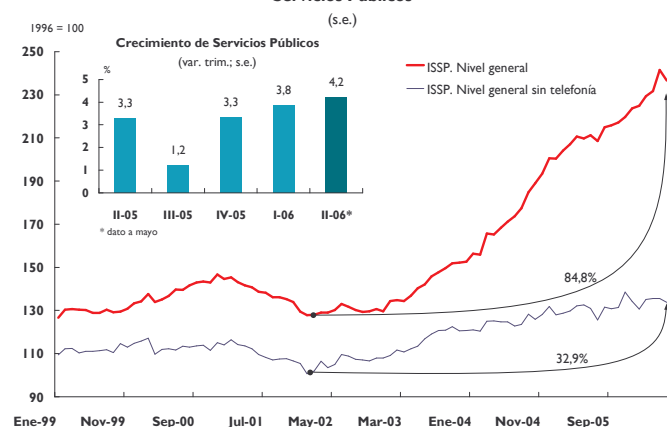
denota una importante aceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad, asociada fundamentalmente a mejoras en la productividad de los tambos. En este contexto, las exportaciones se mantuvieron en alza y registraron en el bimestre abril-mayo un incremento interanual de 25,3% en valor y de 19,3% en volumen.

Servicios

El consumo de servicios mantiene una trayectoria ascendente, ante la fortaleza del gasto interno. En el segundo trimestre la actividad de los servicios continuaría en expansión y a un ritmo similar al del año pasado. De hecho, se superaría el crecimiento exhibido en los primeros meses del año, que estuvo liderado principalmente por la Intermediación financiera (ver Gráfico III.19).

Los datos del Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) confirman el crecimiento de los servicios en el segundo trimestre. El Indicador exhibió un incremento de 4,2% s.e. entre abril y mayo, en línea con la dinámica de expansión de trimestres anteriores (ver Gráfico III.20). En particular, el buen desempeño fue alentado por la positiva evolución de todos los sectores, con excepción del consumo de Electricidad, gas y agua (ver Gráfico III.21).

Gráfico III.20
Servicios Públicos

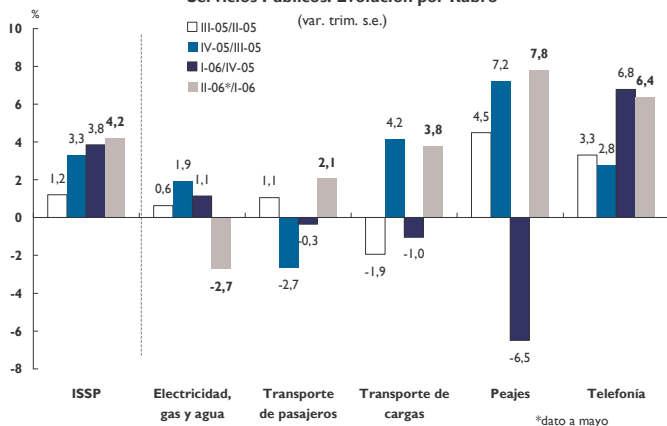


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Como viene sucediendo en los últimos años, el sector telefonía es el que más aportó al crecimiento del ISSP en lo que va del segundo trimestre, al expandirse 6,4% s.e.. El impulso del sector no provino únicamente del consumo de teléfonos celulares como en otras oportunidades, sino que todos los tipos de líneas telefónicas se vieron dinamizadas en este período. Por su parte, el suministro de Electricidad, gas y agua registraría una caída trimestral de 2,7% s.e., la primera desde de 2003, a partir de una menor demanda de electricidad luego de haber alcanzado su máximo en el primer trimestre del año.

Por otro lado, en el segundo trimestre no se han observado restricciones de importancia en la provisión de insumos energéticos. Dentro del mercado de gas, con excepción de días muy fríos donde se concretaron recortes en los despachos a las exportaciones y a las estaciones de GNC, el abastecimiento fue normal y la optimización de la capacidad de transporte permitió aliviar las restricciones, que fueron inferiores a los años previos. Asimismo, el Gobierno continuó avanzando con los distintos planes para ampliar la oferta de gas en el mediano plazo, a través de la expansión de los gasoductos existentes. En este contexto, también aseguró la continuidad y ampliación de la provisión de gas desde Bolivia por un período de más de 20 años, luego de la firma de un contrato entre las empresas de energía estatales.

Gráfico III.21
Servicios Públicos. Evolución por Rubro



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

IV. EMPLEO Y SALARIOS

IV.1 Síntesis

Acompañando el crecimiento económico, los indicadores laborales continúan exhibiendo mejoras, en línea con la tendencia observada desde hace más de tres años. Los datos adelantados permiten inferir que la Tasa de Desocupación, luego de subir por motivos estacionales en el primer trimestre, habría registrado una caída en el segundo, tanto en términos trimestrales como interanuales y se ubicaría en niveles similares a los de fines de 2005 (10,1%).

El empleo habría continuado creciendo con fortaleza en el segundo trimestre, siguiendo con la aceleración exhibida por la demanda laboral desde mediados del año pasado. Se prevé que el número de ocupados haya aumentado a un ritmo similar al del primer trimestre, cuando impulsado por el empleo formal se expandió 4,0% interanual (i.a.), dando lugar a una elasticidad empleo-Producto superior a 0,5. En lo que resta de 2006, la dinámica del empleo seguiría siendo creciente a partir del mayor nivel de actividad económica previsto. Así, se mantiene la proyección de alcanzar un nivel de desempleo de un dígito en 2006.

Tras el cierre de la mayor parte de las negociaciones colectivas, se observó una mejora en los salarios reales, impulsadas por los sectores privado formal y público. En el primer semestre se realizaron un importante número de negociaciones entre sindicatos y agrupaciones empresarias, donde se acordaron subas escalonadas de los salarios a lo largo del año, situadas la gran mayoría de las alzas en torno a 19% hasta fin de 2006. Los aumentos pactados estuvieron influidos por la política salarial y de precios del Gobierno. Asimismo, la Administración Pública Nacional también llevó a cabo su propia negociación, que redundó en un incremento similar al otorgado por el Sector privado.

De esta forma, el salario real culminaría 2006 con una expansión en línea con la observada en el año pasado, aunque con una distribución más homogénea entre los distintos segmentos que componen el mercado laboral.

Gráfico IV.1

Tasa de Actividad, Empleo y Desocupación

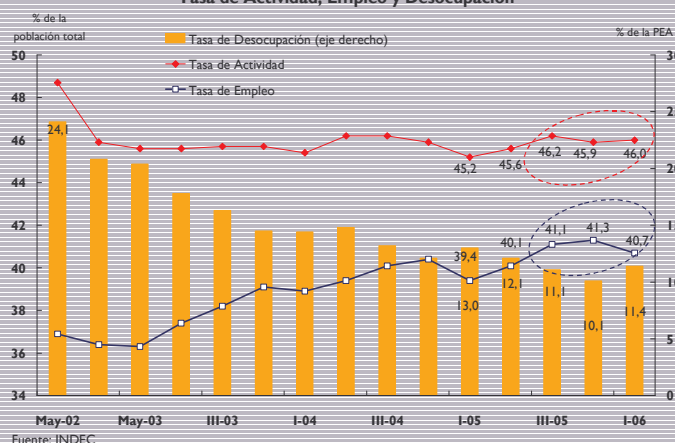


Gráfico IV.2

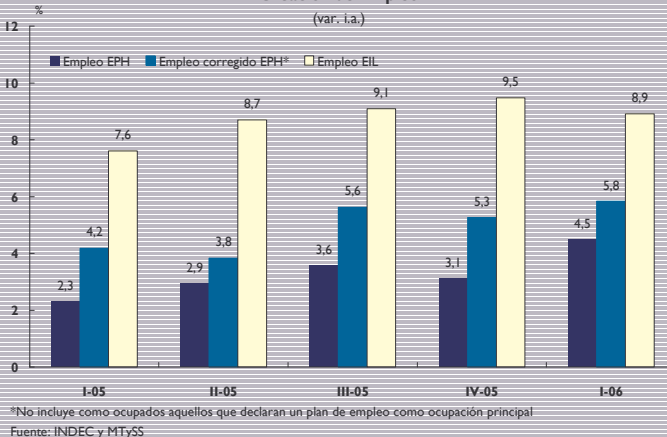
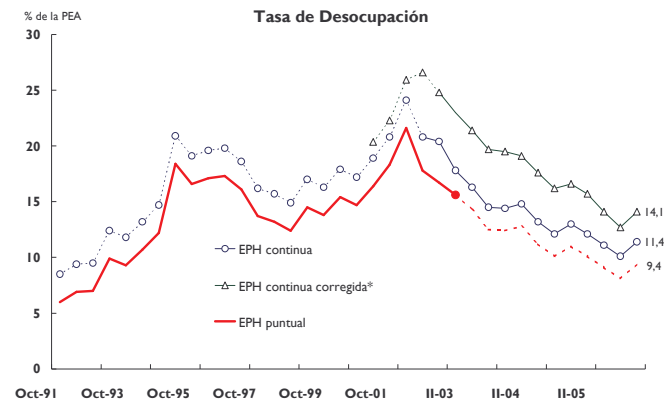
Creación de Empleo
(var. i.a.)

Gráfico IV.3
Tasa de Desocupación



IV.2 Empleo

Los indicadores del mercado laboral continúan mostrando un comportamiento favorable, siguiendo la trayectoria exhibida desde mediados de 2002. Así, la Tasa de Desocupación volvería a reducirse en el segundo trimestre del año, bajando cerca de 2 puntos porcentuales (p.p.) frente a igual período de 2005, ubicándose en torno a 10% de la Población Económicamente Activa (PEA¹³). Esta dinámica sería el resultado de la continuidad del fuerte proceso de expansión de la demanda laboral, y una levemente mayor participación de las personas en el mercado de trabajo, tendencias que ya fueron observadas en el primer trimestre del año (ver Gráfico IV.1).

Si bien cuando se comparan los datos del primer trimestre contra los de fines de 2005 se observa una suba en la Tasa de Desocupación que respondería a efectos estacionales, en términos interanuales los datos exhiben una baja. Según la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), la Tasa de Desocupación mostró una disminución interanual (i.a.) de 1,6 p.p. al pasar de 13% de la PEA en el primer trimestre de 2005 a 11,4% en el mismo periodo de 2006 (ver Gráfico IV.3). Así, la cantidad de personas que se encontraron sin empleo en el primer trimestre fue de 1,7 millones, extrapolando los resultados de la EPH al total urbano, lo que implicó una reducción de casi 180 mil personas con respecto al año previo. La caída fue el resultado de la creación de 533 mil empleos (4,0% i.a.) y la incorporación de 354 mil personas al mercado de trabajo (2,3% i.a.), valor superior al crecimiento vegetativo de la población (ver Gráficos IV.2 y IV.4). Si se incluye dentro de los desocupados a los beneficiarios del Plan Jefas y Jefes de Hogar (PJyJH) u otros similares que buscan activamente trabajo, la Tasa de Desocupación corregida se ubicó en 14,1% reflejando una disminución aún mayor que el nivel general (2,5 p.p.). El mayor incremento respondió a la reducción de planes de trabajo, que viene siendo observada desde mediados de 2004 (ver Gráfico IV.3).

Gráfico IV.4

Evolución de Ocupados con y sin Planes de Empleo

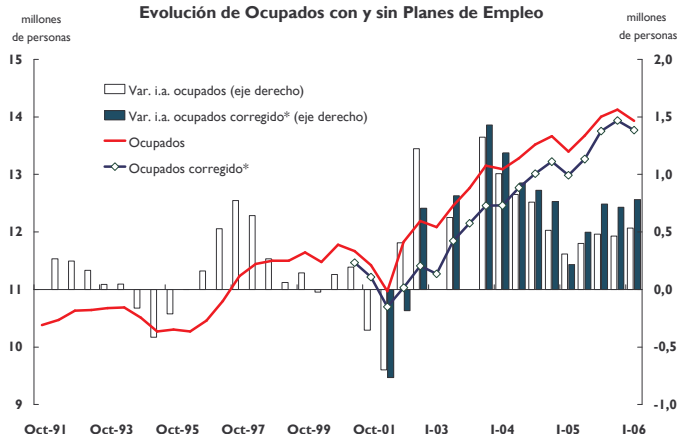
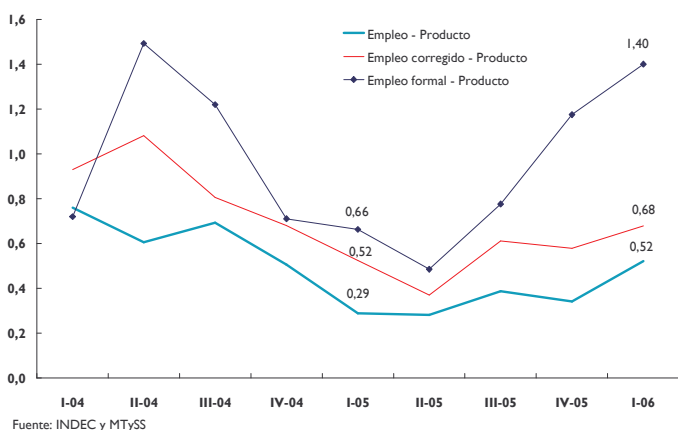


Gráfico IV.5

Elasticidad Empleo - Producto



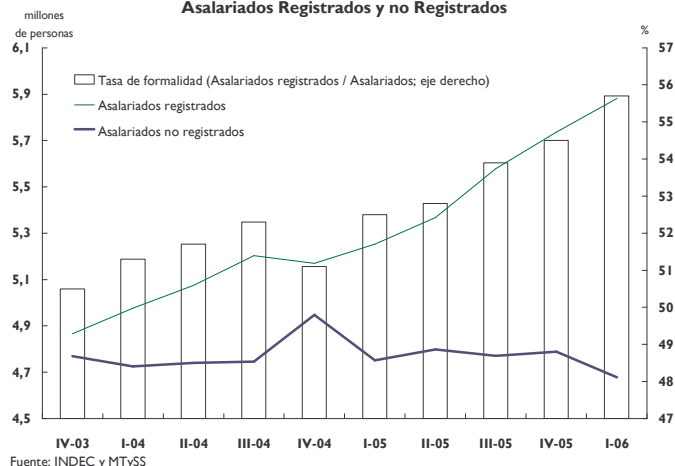
El crecimiento económico tuvo un importante impacto en la creación de empleo en el primer trimestre. En particular, la elasticidad empleo-Producto fue de 0,52 medida en forma interanual, exhibiendo una aceleración respecto del último trimestre de 2005 cuando se ubicó en 0,34. Si no se computan los planes de empleo, la elasticidad de empleo corregido-Producto aumenta a 0,68, valor también superior al 0,58 que se había observado en el trimestre anterior. La creación de puestos de trabajo se concentró en el sector registrado de la economía lo que significó un mayor avance de la formalización del empleo. En el primer trimestre del año la cantidad de asalariados registrados se incrementó 12% i.a. en tanto que el número de empleados informales cayó 1,5% i.a.. Así, la elasticidad empleo formal-Producto se ubicó en valores superiores a 1, muy por encima de la media de la economía (ver Gráfico IV.5). Asimismo, la formalización ha tenido un importante impacto sobre la recaudación de la Seguridad Social, que viene creciendo significativamente en el año (ver Sección VI).

En este marco, la participación de los asalariados informales en los primeros tres meses de 2006 se redujo 3,2 p.p. i.a. y se ubicó en 44,3% del total de las personas asalariadas. Desde el máximo observado en el tercer trimestre de 2003, la participación del

¹³ Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

Gráfico IV.6

Asalariados Registrados y no Registrados



Fuente: INDEC y MTySS

empleo informal cayó 10,5 p.p. a partir del aumento de la fiscalización y los mayores incentivos existentes para la inscripción de trabajadores por parte de los empleadores, dada la posibilidad de imputar los costes en el cálculo de otros impuestos. Sin embargo, los niveles de informalidad siguen siendo elevados y mayores a los previos a la crisis, cuando alcanzaban un nivel de 36,3%. Asimismo, los incentivos a formalizar empleados en algunos sectores podrían verse reducidos teniendo en cuenta posibles cambios regulatorios que están bajo estudio (ver Gráfico IV.6).

Durante el año también se avanzó en la formalización del empleo en el régimen de servicio doméstico, donde el otorgamiento de desgravaciones fiscales ha impulsado el registro de las personas que desarrollan esta tarea. Este hecho adquiere relevancia si se tiene en cuenta que el sector emplea cerca de 1,1 millones de personas, que representan 8% del total de ocupados urbanos.

Otro elemento a destacar es el importante ingreso de trabajadores en el mercado laboral en el último año. De acuerdo a los datos de la EPH, en el primer trimestre la Tasa de Actividad se ubicó en 46% de la población, incrementándose 0,8 p.p. con respecto al año anterior. En particular, la suba de la oferta laboral se concentró en el Gran Buenos Aires (GBA), donde el empleo creció más significativamente, ya que en el interior del país la Tasa de Actividad se mantuvo en el mismo nivel que el año previo (ver Cuadro IV.1). El aumento de la oferta laboral habría sido motorizado principalmente por la mayor posibilidad de conseguir un trabajo y salarios reales más elevados, que habrían alentado a las personas que se encontraban inactivas a ingresar al mercado de trabajo (efecto trabajador alentado). No obstante, no hay que descartar que parte del incremento también responda a la necesidad de que miembros adicionales deban salir a buscar trabajo, teniendo en cuenta los bajos ingresos percibidos en el sector informal (efecto trabajador adicional).

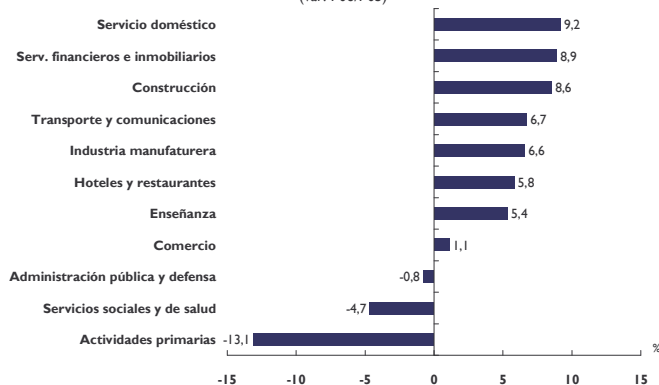
Cuadro IV.1
Indicadores Laborales por Región

Región	I-05	I-06	Var. I-06 / I-05
Tasa de Actividad (% de la población)			
GBA	47,4	48,8	1,4
Cdad. de Bs. As.	53,2	53,3	0,1
Partidos del GBA	45,6	47,4	1,8
AIP	42,7	42,7	0,0
Total Aglomerados	45,2	46,0	0,8
Tasa de Empleo (% de la población)			
GBA	40,6	42,7	2,1
Cdad. de Bs. As.	47,1	48,4	1,3
Partidos del GBA	38,6	40,9	2,3
AIP	37,9	38,4	0,5
Total Aglomerados	39,4	40,7	1,3
Tasa de Desocupación (% de la PEA)			
GBA	14,5	12,5	-2,0
Cdad. de Bs. As.	11,6	9,1	-2,5
Partidos del GBA	15,5	13,6	-1,9
AIP	11,1	10,0	-1,1
Total Aglomerados	13,0	11,4	-1,6

Fuente: INDEC

Como consecuencia de las trayectorias observadas en el empleo y la oferta laboral, en el primer trimestre de 2006 la Tasa de Desocupación cayó interanualmente tanto en el GBA como en los Aglomerados del Interior del País (AIP; ver Cuadro IV.1). Pero el mayor crecimiento del empleo en el GBA permitió que la Tasa de Desocupación se reduzca de forma más pronunciada en esta región (-2,0 p.p.), ubicándose en 12,5% de la PEA, acortando la brecha que la separa de la tasa observada en el resto del país. En efecto, la aceleración de la demanda laboral en el primer trimestre con respecto al año pasado se debió fundamentalmente al desempeño de la ocupación en el GBA, en particular en los Partidos del GBA. En el primer trimestre el número de ocupados en el GBA creció a un ritmo de 6,0% i.a. frente a una expansión de 2,7% i.a. en los AIP.

Desde el punto de vista sectorial, el principal impulsor del crecimiento del empleo en el primer trimestre frente al mismo período del año anterior siguió siendo la Construcción, a lo que se sumaron determinados servicios, como el Servicio doméstico y los Servicios financieros e inmobiliarios. El resto de las actividades también exhibieron incrementos de importancia, con la excepción de las Actividades primarias, y los Servicios sociales y de salud que registraron caídas. En el caso de las Actividades primarias la menor cantidad de empleo podría estar relacionada con el menor volumen de trigo cosechado en el primer trimestre (ver Gráfico IV.7).

Gráfico IV.7
Empleo por Actividad
(var. I-06/I-05)

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la EPH

Cuadro IV.2
Principales Sectores
Demandantes de Empleo¹

I-06	%
Intermediación financiera	65,4
Hotelería y restaurantes	64,3
Electricidad, gas y agua	57,7
Correo y telecomunicaciones	53,3
Comercio al por menor	51,7

Principales Sectores con
Demanda Laboral Insatisfecha²

I-06	%
Prod. de caucho y plástico	33,3
Papel	30,0
Productos elaborados de metal	30,0
Prod. textiles	28,6
Hotelería y restaurantes	22,2

1 Porcentaje de empresas que realizaron búsquedas

2 Porcentaje de búsquedas no cubiertas

Fuente: INDEC

Pese a que el nivel de desempleo sigue siendo elevado, en ciertos segmentos del mercado de trabajo continúan observándose restricciones para satisfacer la demanda de determinados sectores productivos y en el primer trimestre del año, la demanda laboral insatisfecha¹⁴ fue de 11,8%. A pesar de que las empresas relacionadas con los servicios se ubicaron en el primer trimestre como las mayores demandantes, los principales inconvenientes siguieron estando concentrados en el conjunto de empresas relacionadas con la producción de bienes (ver Cuadro IV.2). En particular, se destacó la escasez de personas con el perfil técnico requerido en las industrias productoras de Caucho y plástico, Papel y Productos elaborados de metal. También se observan mayores dificultades para conseguir mano de obra con elevados niveles de educación, como es el caso de los profesionales con estudios universitarios completos, que exhiben un muy bajo nivel de desempleo (ver Gráfico IV.8).

La evolución de otros indicadores sociales como los de pobreza e indigencia también habría sido positiva en el primer semestre a la luz de los nuevos datos. En particular, la expansión del empleo en los Partidos del GBA, región que concentra a gran parte de la población con ingresos por debajo de las Líneas de Pobreza e Indigencia, y el importante aumento en los salarios informales con respecto a la evolución de la Canasta Básica (ver Sección VIII), permitiría inferir una nueva caída de la Pobreza y la Indigencia.

En lo que resta del año, la dinámica del empleo seguiría siendo creciente a partir del mayor nivel de actividad económica previsto, y la Tasa de Desocupación se ubicaría en torno a 9% de la PEA a fin de 2006. Así, se completarían cuatro años consecutivos de importantes caídas en el desempleo, reduciéndolo a menos de la mitad del nivel vigente al inicio de la crisis y retornando a los valores más bajos en más de una década. No obstante ello, el mercado laboral seguiría estando altamente segmentado de acuerdo a los niveles educativos y la calidad del trabajo (ver Gráfico IV.8).

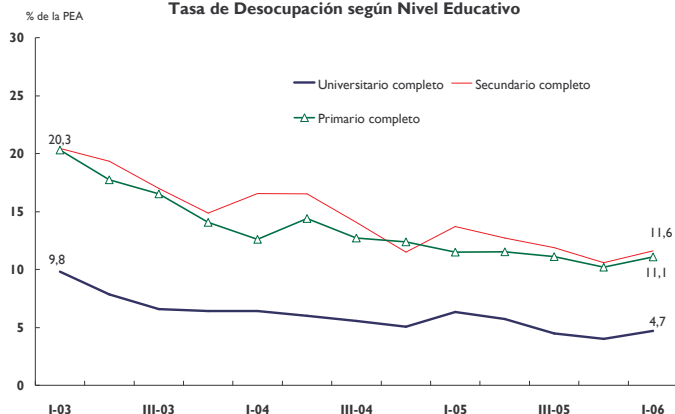
IV.3 Salarios

En un contexto de crecimiento de la demanda laboral, los salarios reales siguieron aumentando. En particular, en el segundo trimestre del año se habría acelerado la recuperación de los salarios reales, impulsada por las negociaciones colectivas llevadas a cabo en el sector formal de la economía y los menores registros inflacionarios. Así, luego de incrementarse levemente por encima de 1% en el primer trimestre, las remuneraciones exhibirían un fuerte aumento en torno a 3% en el segundo trimestre (ver Gráfico IV.10).

Entre abril y junio se llevaron a cabo una gran cantidad de negociaciones colectivas entre empresas y sindicatos, en un marco de baja conflictividad (ver Gráfico IV.11). Los acuerdos abarcaron numerosas ramas y determinaron incrementos nominales hasta fin de año en torno a 19%, que serían otorgados a los trabajadores en forma escalonada. Así, la entrada en vigor de los acuerdos realizados con los sectores de camioneros, bancarios, encargados de edificios, mercantiles y mecánicos, entre otros, determinarían un alza del salario real del sector privado registrado en el segundo

Gráfico IV.8

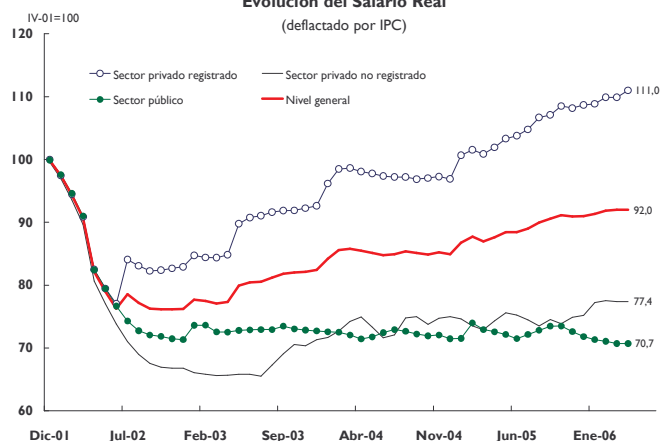
Tasa de Desocupación según Nivel Educativo



Fuente: MTySS en base a datos de la EPH

Gráfico IV.9

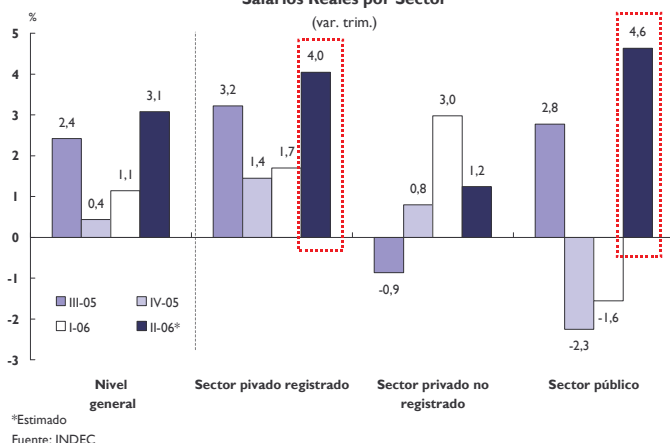
Evolución del Salario Real
(deflactado por IPC)



Fuente: INDEC

¹⁴ La demanda laboral insatisfecha es la ausencia de oferta idónea de trabajadores para responder a un requerimiento específico por parte de las empresas, organismos públicos, o cualquier otra organización que actúe como demandante de sus servicios.

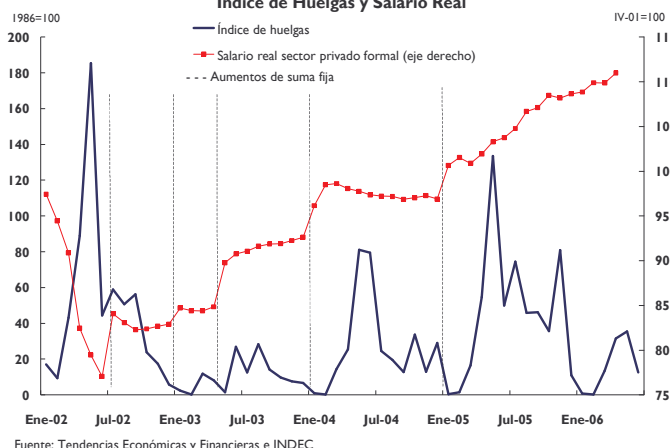
Gráfico IV.10
Salarios Reales por Sector
(var. trim.)



trimestre cercano a 4%, la mayor suba desde principios de 2005 (ver Apartado 2).

La finalización de las paritarias entre sindicatos y asociaciones empresarias despejó un foco de incertidumbre que afectaba las expectativas de inflación de los agentes a comienzos del corriente año. En particular, los valores acordados en los convenios colectivos estuvieron influidos por la política de salarios y precios llevada a cabo desde el Gobierno. Asimismo, si bien la mayor parte de las negociaciones implicaron acuerdos de corto plazo, se destaca la negociación realizada en el sector automotriz cuya duración se extiende hasta comienzos de 2008 contemplando un incremento de salarios cercano a 15% para el próximo año. La realización de este tipo de acuerdos de más largo plazo sería favorable en los próximos años, al permitir un mejor horizonte de planeamiento de las empresas y, por ende, resultar beneficioso para el crecimiento económico.

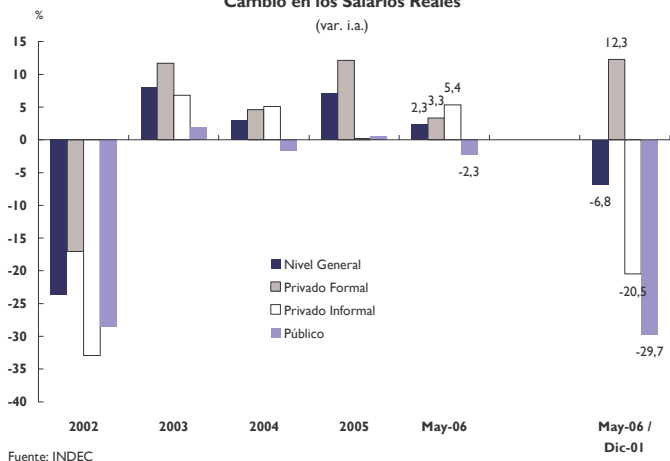
Gráfico IV.11
Índice de Huelgas y Salario Real



Por su parte, la Administración Pública Nacional también rubricó un nuevo convenio colectivo¹⁵ que determina un alza nominal de salarios de 19,9% en el año, desglosada entre junio y agosto (10% y 9%, respectivamente). Así, el salario real del Sector público, luego de haber alcanzado un valor mínimo en abril (incluso inferior al registro más bajo de 2002), finalizaría el trimestre con un importante incremento, cercano a 5%, con respecto a los primeros tres meses del año y en 2006 terminaría con una suba similar a la del sector privado registrado. También diversas provincias otorgaron nuevos incrementos a sus empleados, aunque con alzas heterogéneas, acompañando lo sucedido a nivel nacional.

La evolución de los salarios del segmento privado informal, luego del incremento que exhibieron en términos reales en el primer trimestre, mostraría una suba inferior en el segundo trimestre. Así, los salarios no registrados mantendrían una tendencia creciente acompañando en forma rezagada el comportamiento del resto de los segmentos.

Gráfico IV.12
Cambio en los Salarios Reales
(var. i.a.)



Teniendo en cuenta la trayectoria de los salarios en el primer semestre y la finalización de la mayor parte de las negociaciones entre las empresas, el Gobierno y los sindicatos, se prevé este año un aumento más balanceado de los salarios reales (a diferencia de lo ocurrido el año pasado) aunque aún persistiría una importante disparidad entre los distintos segmentos laborales si se compara con los niveles de los salarios reales de fines de 2001 (ver Gráfico IV.12).

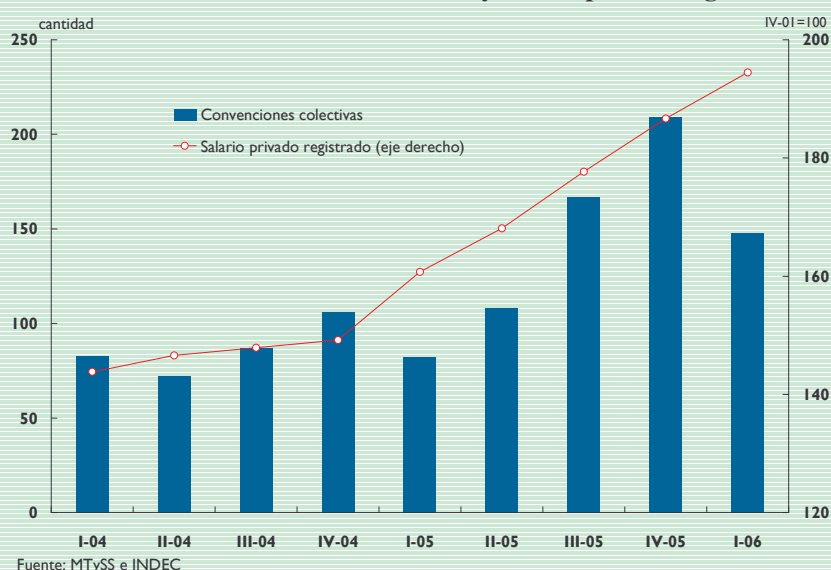
¹⁵ Decreto N° 679/2006 (30/05/2006)

Apartado 2. La reciente ronda de acuerdos salariales

La reciente ronda de acuerdos salariales que tuvo lugar durante los primeros meses del año, fundamentalmente entre marzo y abril, habría ayudado a reducir una fuente de incertidumbre en la economía. En efecto, la firma de nuevos convenios laborales (la mayor parte de los cuales rige hasta fin de año) permitiría acotar las expectativas de inflación a partir de los resultados de las negociaciones entre sindicatos, cámaras empresariales y el Sector público, que establecieron un aumento promedio aproximado de 19% en los salarios del sector formal involucrado.

Según datos del Ministerio de Trabajo, durante el primer trimestre se homologaron un total de 148 acuerdos y convenios colectivos¹⁶, lo que implica un aumento de 80% interanual (ver Gráfico N° 1). Sólo entre enero y marzo, la cobertura de la negociación colectiva alcanzó a 786 mil trabajadores, casi el doble que en igual período de 2005. Pero considerando además las negociaciones realizadas entre abril y junio, los acuerdos alcanzarían a más de 2 millones de personas, equivalente a casi 40% de los asalariados formales, quienes recibirán hasta fin de año aumentos entre 17% y 20%. Del total de acuerdos homologados en el primer trimestre, el 92% estipuló aumentos salariales, que no sólo contemplan incrementos de los sueldos básicos, sino que se instrumentaron también mediante premios, adicionales y sumas extraordinarias.

Gráfico N° 1: Convenciones colectivas y salario privado registrado



Desde la devaluación esta es la tercera fase de recomposición salarial que se lleva adelante. La primera comenzó a mediados de 2002, a partir de la disposición del Gobierno de otorgar aumentos de suma fija a los trabajadores del Sector privado formal, seguida durante el año pasado por una segunda ronda de recomposiciones salariales, caracterizada por la negociación entre empresas y sindicatos. Si bien en esta tercera fase, las negociaciones también las llevaron adelante empresarios y sindicatos, el Estado intervino como mediador entre ambas partes.

Sin embargo, la duración de los convenios resulta relativamente corta. Con la excepción del sector automotriz, que negoció las nuevas grillas salariales hasta enero de 2008, en el resto de las actividades los acuerdos y convenios vencen entre los 9 y 12 meses desde que fueron firmados, estipulándose, posteriormente, la incorporación al salario de importes no remunerativos y una nueva negociación entre las partes. De todos modos, los resultados obtenidos contribuirían a contener las expectativas de inflación, en línea con el resto de los instrumentos de política monetaria y fiscal que se están aplicando. El resultado de este conjunto de medidas queda plasmado en el ajuste exhibido por las proyecciones de inflación para 2006: hacia principios de año, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) estimaba una inflación de 13%, que se ha ido reduciendo significativamente, ubicándose actualmente en 11,4%.

¹⁶ Las negociaciones de los convenios colectivos están enmarcadas en la Ley de Convenios Colectivos (N° 14.250/53) y consisten 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° 20.744/76). Este acuerdo puede comprender diversos ítems como salarios, jornada de trabajo y descansos y licencias entre otros. Las negociaciones colectivas pueden dar origen a convenios colectivos o acuerdos. 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, en tanto los acuerdos son la resultante de negociaciones que modifican o amplían convenios colectivos previos.

Recomposiciones acordadas en los nuevos convenios

Los incrementos salariales que se acordaron en el primer semestre del año resultaron menores a lo que cada sector solicitaba aún teniendo en cuenta que en algunas ramas una modificación salarial provoca un impacto más directo sobre los precios que en otras. En el comercio, donde trabajan 800.000 personas, se acordó finalmente una suba total de 19% hasta fin de año, por debajo del pedido inicial, y escalonado de la siguiente forma: 10% a partir de mayo, 4% en junio y 5% desde agosto. Para aeronáuticos y porteros, sectores donde se reclamaba una mayor recomposición, el acuerdo final estableció un aumento de 19% y 18% para cada uno.

Considerando los importes de los salarios básicos correspondientes a la categoría representativa de cada escala, hacia el primer trimestre del año el 37% de los convenios homologados fue en el rango de entre \$800 y \$1.000. El estrato con sueldos básicos más elevados, entre \$1.200 y más, representó el 29% y el correspondiente a salarios entre \$1.000 y \$1.200 se ubicó en 23%. A su vez, el tramo con valores comprendidos entre \$630 y \$800 tuvo el menor porcentaje de negociaciones y representó solo 11% del total de homologaciones del trimestre.

La renovación de los acuerdos salariales no sólo impacta sobre las expectativas de inflación. En este sentido, también afecta en forma directa a las decisiones de inversión del sector empresarial, que dado el horizonte del nuevo costo laboral puede elaborar su ecuación de costos y beneficios en base a la cual tomar decisiones. Queda pendiente para futuras negociaciones buscar una mayor correspondencia de manera que los incrementos salariales se otorguen de acuerdo a las variaciones en la productividad y a la recomposición de los márgenes de rentabilidad que efectivamente hayan logrado los diferentes sectores. En términos de rentabilidad y productividad, persisten fuertes disparidades entre ramas de actividad. Se observan sectores como la industria manufacturera, donde los márgenes aumentaron entre el cuarto trimestre de 1997 e igual período de 2005, acompañados por un aumento en los salarios formales; mientras que en otros, como el comercio, los márgenes de rentabilidad se redujeron en el mismo periodo, registrándose de todos modos una suba en los salarios formales. En líneas generales, en el sector servicios, el excedente bruto de explotación¹⁷ se redujo 10,3 puntos porcentuales (p.p.) del PIB en ocho años y los salarios formales subieron 63,4% y en el sector productor de bienes, el excedente bruto de explotación mostró un aumento promedio de 9,8 p.p. del PIB y los salarios formales subieron 87,7%. Probablemente considerar las características específicas de actividad en las negociaciones colectivas sea la lógica de la próxima ronda de negociaciones que comenzarán a partir de 2007, en la medida que vayan venciendo los acuerdos actuales.

Una de las consecuencias directas de los acuerdos salariales negociados en la segunda y tercera fase fue permitir una recomposición en la distribución funcional del ingreso. Así, la masa salarial, que perdió peso en el PIB durante la crisis, ya habría logrado recuperar cerca de 2 p.p. de su participación en el Producto con respecto al mínimo observado en 2002. Este año estaría incrementándose nuevamente, si se tiene en cuenta que las negociaciones de los convenios realizadas hasta el momento alcanzan a una alta porción de los asalariados formales, que podría incluso difundirse a los trabajadores del sector informal que ahora, al existir un nuevo salario de referencia, tienen herramientas para actualizar su escala de ingresos laborales.

Buena parte del Sector privado formal está afectado por los actuales acuerdos. En base a los reportes del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, en la Argentina el 83% de los trabajadores del Sector privado formal tienen su salario y condiciones laborales regulados por convenios colectivos de trabajo, que abarcan al 91% de las empresas. Ese porcentaje es similar al de los países europeos, donde los convenios comprenden al 90% de los trabajadores privados formales y se ubica lejos de otras economías de la región, como Chile (donde los convenios colectivos abarcan sólo a 10% de los trabajadores) o Venezuela (donde se extiende a 27%).

La discusión y renovación de los nuevos convenios posibilitaría una mejora de los indicadores sociales a partir de la recuperación de la masa salarial y una distribución del ingreso más equitativa, que se podría profundizar en el caso de que la mejora se difunda a los asalariados informales. Para ello será importante encontrar un equilibrio entre el crecimiento de la economía, la productividad sectorial, la evolución de los márgenes de rentabilidad, los derechos de los trabajadores y la mejora en la calidad del trabajo. La combinación de estos factores permitiría minimizar el componente inflacionario de cada una de las subas realizadas dando lugar a una recuperación del poder adquisitivo de las familias, que, recién a fines de 2006, estarían muy cerca de cerrar la brecha frente al ingreso percibido en 2001.

¹⁷ El excedente bruto de explotación indica el pago a los factores productivos exceptuando el pago de salarios al factor trabajo.

V. SECTOR EXTERNO

V.1 Síntesis

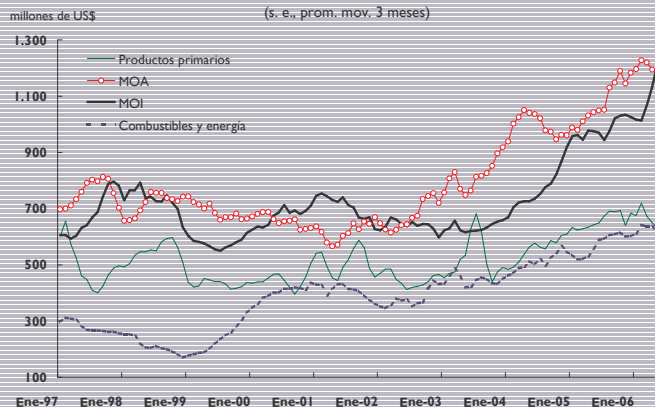
El superávit en Cuenta Corriente continúa evolucionando en línea con lo esperado. El desempeño del balance comercial de bienes se ve acompañado por la mejora del saldo por servicios reales y el menor devengamiento de intereses de la deuda pública fruto del canje de la deuda pública en cesación de pagos. Estas mejoras más que compensan el crecimiento del débito en concepto de utilidades y dividendos.

La balanza comercial también muestra un comportamiento de acuerdo a lo previsto. Las exportaciones aumentan a tasas de dos dígitos impulsadas prácticamente en la misma proporción por el crecimiento de precios de exportación y de las cantidades vendidas. Los productos manufacturados (tanto de origen agropecuario como industrial) siguen liderando el incremento de las ventas externas, aunque dentro de los Productos primarios se destaca particularmente la evolución exhibida por el concentrado de cobre, que contando con precios internacionales en máximos históricos, muestra un notable crecimiento para convertirse en uno de los productos de exportación más dinámicos. A partir del desempeño descripto, se mantiene la estimación de exportaciones por US\$43.500 millones para 2006.

Las importaciones continúan incrementándose, aunque con una desaceleración consistente con cierta normalización del ritmo de crecimiento del nivel de actividad y con una paulatina disminución de la elasticidad importaciones-Producto, por lo que se sigue proyectando que superen US\$34.000 millones en 2006. El crecimiento de las importaciones está siendo impulsado en mayor medida por las compras de bienes de consumo durable, que recuperan terreno tras ser las más afectadas durante la crisis y ante el avance del proceso de sustitución de importaciones que siguió a la devaluación. De este modo, en el año el superávit comercial se mantendría en niveles elevados (levemente por debajo de US\$10.000 millones), aunque verificaría una reducción en términos interanuales. Así, se proyecta que el saldo en Cuenta Corriente alcance 2,6% del PIB, mostrando un leve ajuste respecto al año pasado, pero manteniéndose en niveles históricamente elevados, dotando de solidez a la economía ante posibles shocks externos.

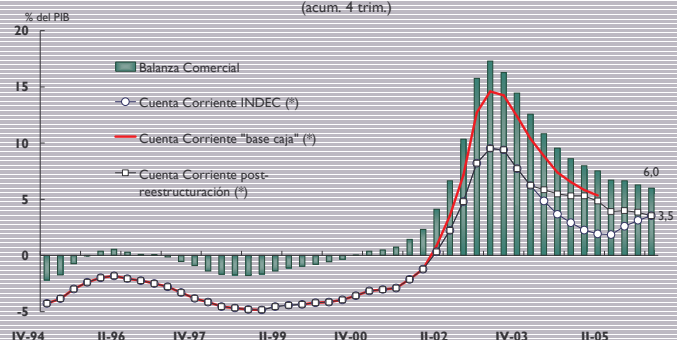
La Cuenta Capital y Financiera continuaría mostrando un ingreso neto en 2006, incluso a pesar de la mayor volatilidad registrada en los mercados financieros internacionales. De hecho, descontando el pago al FMI, la Cuenta Capital y Financiera exhibió en el primer trimestre del año ingresos netos, tanto en el caso del Sector público como del Sector privado. El Sector privado financiero registró por primera vez desde 2002 un ingreso neto a partir de la reinversión de utilidades, luego de cerrar 2005 con resultados positivos. Por último, el BCRA continuará con su política de acumulación de Reservas Internacionales por motivos precautorios en lo que resta del año. Los riesgos en el sector externo están dados por la posibilidad de una reducción de los precios de las principales materias primas que exporta el país, el menor crecimiento que podría mostrar la economía mundial a la luz de la mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y una reversión de los flujos de capital. Sin embargo, el riesgo de ocurrencia de estos eventos sigue siendo reducido.

Gráfico V.1
Exportaciones por Rubros
(s. e., prom. mov. 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico V.2
Evolución de la Cuenta Corriente
(acum. 4 trim.)



(*) La Cuenta Corriente registró a partir del segundo trimestre de 2005 el efecto de la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos. La Cuenta Corriente "base caja" no contabiliza los atrasos de intereses. En cambio, la Cuenta Corriente post-reestructuración es una estimación ajustando los intereses de la deuda pública como si la reestructuración hubiera ocurrido a partir del primer trimestre de 2004. Las series convergen a partir del primer trimestre de 2006.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

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

	2003	2004	I-05	II-05	III-05	IV-05	2005	I-06
Cuenta Corriente (*)	7.982	3.427	185	1.859	2.130	1.531	5.705	1.179
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	6,2	2,3	0,5	3,9	4,5	3,2	3,1	2,5
Cuenta Corriente post-reestructuración, anualizada en % del PIB (*)	6,2	5,3	3,8	3,9	4,5	3,2	3,8	2,5
Mercancías	16.805	13.264	2.746	3.436	3.796	2.827	12.805	2.714
Exportaciones FOB	29.939	34.576	8.415	10.646	10.882	10.164	40.107	1.805
Importaciones FOB	13.134	21.312	5.669	7.211	7.086	7.337	27.303	1.805
Servicios	-1.397	-1.516	-406	-520	-379	-199	-1.504	-376
Exportaciones de servicios	4.224	5.103	1.524	1.363	1.441	1.770	6.098	1.805
Importaciones de servicios	5.622	6.619	1.929	1.883	1.820	1.969	7.601	2.181
Rentas	-7.970	-4.574	-2.303	-1.208	-1.428	-1.268	-6.207	-1.321
Renta de la inversión	-7.952	-8.896	-2.296	-1.196	-1.419	-1.261	-6.172	-1.314
Intereses	-7.319	-6.956	-1.668	-597	-656	-435	-3.356	-380
Pagados	9.932	9.774	2.475	1.353	1.409	1.357	6.594	1.257
Utilidades y dividendos	-633	-1.940	-630	-600	-763	-826	-2.818	-934
Pagados	1.084	2.567	834	814	993	1.006	3.646	1.220
Otras rentas	-18	-28	-7	-12	-9	-8	-36	-7
Transferencias corrientes	545	602	147	153	141	172	613	163

(*) La Cuenta Corriente registró a partir del segundo trimestre de 2005 el efecto de la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos. La Cuenta Corriente post-reestructuración es una estimación ajustando los intereses de la deuda pública como si la reestructuración hubiera ocurrido a partir del primer trimestre de 2004. Las series convergen a partir del primer trimestre de 2006.

Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente

El superávit en Cuenta Corriente continúa evolucionando favorablemente, en línea con lo esperado. Al buen desempeño del balance comercial de bienes, que continúa arrojando un superávit de magnitud, se le suma la reducción del déficit de la balanza de servicios reales y el menor devengamiento de intereses de la deuda pública, a raíz de la reestructuración, que generó un ahorro de aproximadamente US\$4.000 millones anuales (ver Cuadro V.1). Adicionalmente, el proceso de continua reducción de la deuda externa del Sector privado, está dando lugar a un menor débito de intereses por ese concepto (ver Gráfico V.3). En efecto, la deuda del Sector privado (tanto financiero como no financiero) con no residentes exhibió entre marzo de 2003 e igual mes de 2006 una disminución de más de US\$16.500 millones (-25,5%) y durante el último año la reducción ascendió a US\$4.439 millones (-8,3%). En consonancia con esto, el devengamiento de intereses del sector mostró una reducción en base trimestral de aproximadamente US\$200 millones (-22,8%) en los últimos tres años y cerca de US\$40 millones en los últimos cuatro trimestres (-6,1%).

Asimismo, la balanza por servicios reales sigue mostrando una mejora por el crecimiento de las exportaciones, motorizado en gran medida por el rubro viajes, a partir del aumento del turismo receptivo y por los ingresos en concepto de servicios empresariales, profesionales y técnicos, que alcanzaron un máximo histórico en 2005. En efecto, las exportaciones de servicios profesionales son actualmente entre 8 y 9 veces mayores que el promedio de la segunda mitad de la década del 90.

Estos aumentos más que compensan el creciente débito en concepto de utilidades y dividendos. A partir de la mejora de los resultados de las empresas propiedad de no residentes como resultado del crecimiento de la actividad económica, el débito de utilidades y dividendos alcanzó un récord histórico en el primer trimestre de 2006, superando el máximo anterior (registrado en el primer trimestre de 1996). Sin embargo, una parte de estas utilidades no es efectivamente girada al exterior y se registra un ingreso neto en la Cuenta Financiera en concepto de reinversión de utilidades, incluida en la Inversión Extranjera Directa (IED).

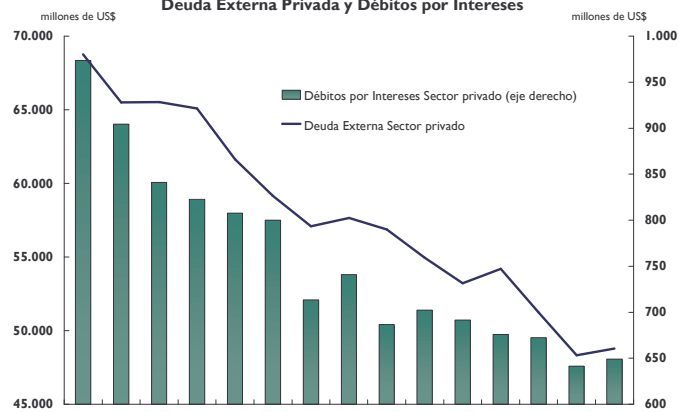
Balanza Comercial¹⁸

La balanza comercial muestra un desempeño de acuerdo a lo previsto en informes anteriores. Aunque a un ritmo menor al registrado durante 2005, las exportaciones aumentan a tasas de dos dígitos, impulsadas prácticamente en la misma medida por el crecimiento de los precios de exportación y de las cantidades vendidas. Con datos correspondientes a los primeros cinco meses del año, las cantidades exportadas muestran un avance de 6% interanual (i.a.), mientras que los precios de exportación crecieron en igual período 7% i.a. (ver Gráfico V.5).

Los productos manufacturados (tanto de origen agropecuario como industrial) siguen liderando el aumento de las exportaciones. Tal como se anticipara en **Informes de Inflación** anteriores, las exportaciones de Manufacturas de origen agropecuario (MOA)

Gráfico V.3

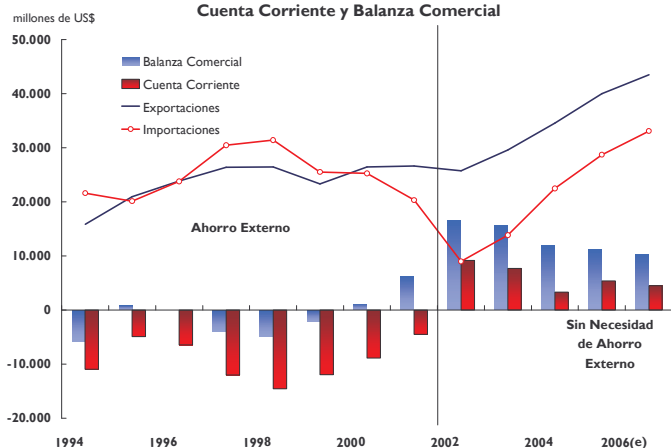
Deuda Externa Privada y Débitos por Intereses



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico V.4

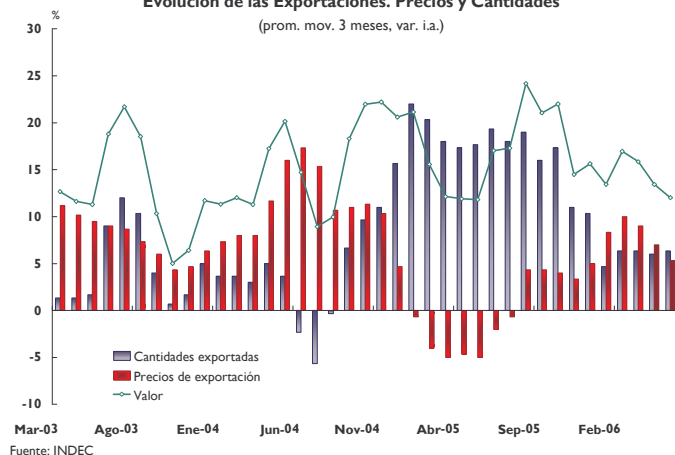
Cuenta Corriente y Balanza Comercial



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

¹⁸ En el caso de la Balanza Comercial se consideran las importaciones *Cost of Insurance and Freight* (CIF; incluyendo el costo del seguro y fletes) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB).

Gráfico V.5
Evolución de las Exportaciones. Precios y Cantidades
(prom. mov. 3 meses, var. i.a.)



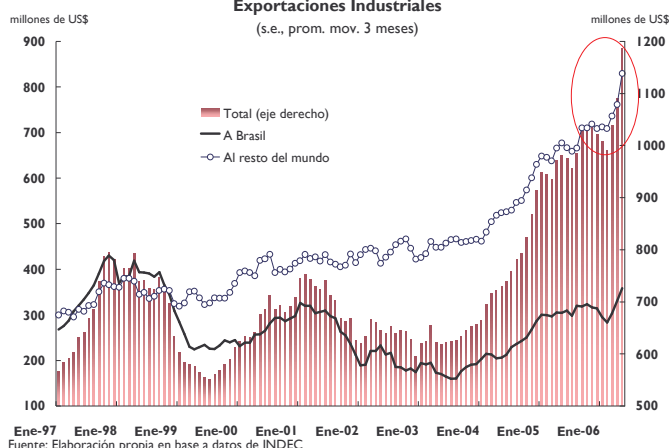
Fuente: INDEC

Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros
(millones de US\$)

Rubro	Enero-Mayo					Contribución %
	2005	2006	Var. % i.a.			
			Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	3.579	3.638	1,6	7	-5	2,8
MOA	4.873	5.737	17,7	3	15	41,4
MOI	4.580	5.377	17,4	6	11	38,2
MOI sin Material de transporte	3.582	4.018	12,2			20,9
Material de transporte	998	1.359	36,2	1	34	17,3
Combustibles y energía	2.608	2.973	14,0	36	-16	17,5
Total	15.640	17.725	13,3	7	6	100,0

Fuente: INDEC

Gráfico V.6
Exportaciones Industriales
(s.e., prom. mov. 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

encabezan el crecimiento de las ventas al exterior y exhiben un aumento de 17,7% i.a. en el lapso comprendido entre enero y mayo de 2006, impulsadas casi por completo por los volúmenes vendidos (15% i.a.). De esta manera, las exportaciones de manufacturas agropecuarias explicaron más de 40% del crecimiento en las ventas totales al exterior. Los productos de mayor aumento dentro del rubro fueron nuevamente las grasas y aceites y los desperdicios de la industria alimenticia. En este sentido, a partir de la mayor cosecha de soja y de la maduración de algunos proyectos de inversión destinados a incrementar la capacidad de molienda de esta oleaginosa, los subproductos de la soja explicaron casi tres cuartas partes del incremento de las MOA y 30% del aumento de las exportaciones totales. El único rubro que exhibe una caída de magnitud es el de carnes y sus subproductos, influido por las restricciones impuestas a la exportación de carne bovina¹⁹. Sin embargo, recientemente se decidió el levantamiento parcial de estas restricciones para el período comprendido entre el 1 junio de 2006 y el 30 de noviembre de 2006, aplicándose un cupo de exportación equivalente al 40% del volumen físico total exportado en igual lapso de 2005²⁰. Este cupo se distribuirá entre los exportadores en forma proporcional al volumen físico exportado por cada uno de ellos en el período de referencia.

Por otro lado, las exportaciones de Manufacturas de origen industrial (MOI) acumulan en los primeros cinco meses de 2006 un aumento de 17% i.a., producto de las subas de 11% i.a. en las cantidades y de 6% i.a. en los precios de exportación. Siguiendo con la tendencia delineada desde el año pasado, las ventas de material de transporte muestran un buen desempeño e impulsan las exportaciones industriales, explicando prácticamente la mitad del incremento de las mismas en términos de valor y casi la totalidad en términos de cantidades exportadas (ver Cuadro V.2 y Gráfico V.6).

La evolución de los Productos primarios a lo largo del año estuvo signada por la fuerte reducción de la cosecha de cereales (principalmente trigo y maíz). Las exportaciones de primarios muestran un crecimiento de 2% i.a. en los primeros cinco meses de 2005 debido por completo al incremento de los precios de exportación (7% i.a.). Sin embargo, cabe destacar el crecimiento exhibido por las ventas de concentrado de cobre, que contando con precios internacionales en máximos históricos, muestran un notable incremento (las cantidades exportadas prácticamente se duplicaron) para convertirse en uno de los productos de exportación más importantes, ya que de seguir con el ritmo exhibido hasta la actualidad, explicarían una cuarta parte del aumento de las exportaciones totales en el año e incluso superarían las ventas de productos tradicionales, como por ejemplo las carnes. Por su parte, las exportaciones de Combustibles y energía siguen exhibiendo una evolución caracterizada por una importante merma de las cantidades exportadas (-16% i.a. entre enero y mayo), compensada completamente por los mayores precios del rubro (36% i.a.).

¹⁹ La Resolución 114/2006 del Ministerio de Economía y Producción contemplaba la suspensión por 180 días de las exportaciones de carne bovina y sus preparados con excepción de las exportaciones para consumo que se efectuaren en el marco de los convenios país-país y a las comprendidas en los cupos tarifarios de cortes enfriados y congelados vacunos sin hueso de alta calidad otorgados por la Unión Europea (Cuota Hilton).

²⁰ Resolución 397/2006 del Ministerio de Economía y Producción, ampliada luego por la Resolución 503/2006 que exceptúa a las exportaciones para consumo de los cortes de carne bovina correspondientes al cuarto trasero, provenientes de novillos de peso superior a 460 kg.. Esta medida tendrá vigencia por 60 días, prorrogables por otros 30, dependiendo del efecto que tenga en los precios internos.

Cuadro V.3
Importaciones por Uso Económico
(millones de US\$)

Rubro	Enero-Mayo					
	2005	2006	Var %			Contribución %
			Total	Precios	Cantidades	
Bienes de capital	2.317	3.040	31,2	-1	32	37,6
<i>Bienes de capital sin Celulares</i>	1.965	2.492	26,8			27,4
Bienes intermedios	4.224	4.532	7,3	6	1	16,0
Combustibles y lubricantes	628	588	-6,4	21	-23	-2,1
Piezas y accesorios para bienes de capital	1.892	2.199	16,2	2	14	16,0
Bienes de consumo	1.155	1.509	30,6			18,4
<i>Bienes de consumo con Celulares</i>	1.507	2.057	36,5	7	28	28,6
Vehículos automotores de pasajeros	550	827	50,4			14,4
Resto	57	51	-10,5	-	-	-0,3
TOTAL	10.823	12.746	17,8	3	15	100,0

Fuente: INDEC

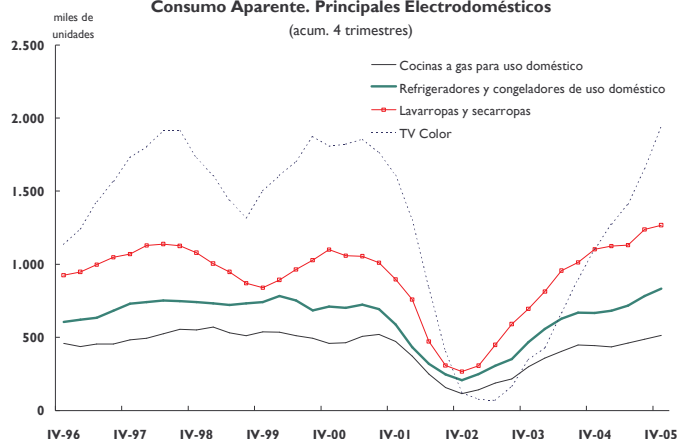
En función de la evolución descripta, se mantiene la estimación de exportaciones por US\$43.500 millones para el corriente año, mostrando además un mayor grado de diversificación en términos de productos y destinos (ver Apartado 3). Una señal de la diversificación de productos está dada por el fuerte impulso a las exportaciones por parte de bienes no tradicionales, tales como el cobre, o de mayor valor agregado como las naftas. Este fenómeno tiene efectos sobre la recaudación de derechos de exportación, ya que al dinamismo de estos productos (gravados con una alícuota de 5%) se opone la disminución de exportaciones tradicionales como la carne bovina, los cereales y el petróleo crudo, entre otros, que están sujetas a alícuotas mayores (ver Sección VI).

Las importaciones continúan aumentando, aunque con una desaceleración consistente con cierta normalización del ritmo de crecimiento del nivel de actividad y con una paulatina disminución de la elasticidad importaciones-Producto (ver Cuadro V.3). Entre enero y mayo del corriente año, las importaciones registraron un incremento de 18% i.a., por la combinación de mayores cantidades importadas (15% i.a.) y un leve crecimiento de los precios de importación (3% i.a.).

El crecimiento de las importaciones está siendo impulsado en mayor medida por la compra de Bienes de consumo, que muestra una aceleración con respecto al aumento registrado en 2005. En particular, se destaca la importación de vehículos automotores y de Bienes de consumo durable, que acumulan en los primeros cinco meses de 2006 un crecimiento de 50% i.a. y 42% i.a., respectivamente. En el caso de los bienes de consumo durable sobresalen las compras de electrodomésticos (como los televisores, las heladeras, los lavarropas y los secarropas), cuyos niveles de consumo aparente²¹ paulatinamente se acercan a sus máximos históricos tras ser los más afectados durante la crisis y por el avance del proceso de sustitución de importaciones post-devaluación (ver Gráfico V.7).

Por su parte, la importación de Bienes de capital continúa creciendo con firmeza (31% i.a. entre enero y mayo) a partir del aumento de las cantidades, ya que los precios muestran una tendencia descendente. Nuevamente sobresalen las compras de teléfonos celulares, que con un aumento de más de 50% i.a. entre enero y mayo explican más de un cuarto del incremento del rubro. Incluso, sin contabilizar la compra de celulares, las importaciones de Bienes de capital se habrían expandido 27% i.a.. Asimismo, la compra de Piezas y accesorios para bienes de capital exhibe un incremento en línea con el que muestran las importaciones totales, destacándose el caso de las autopartes. El crecimiento de las importaciones de Bienes de capital y sus piezas y accesorios permitiría inferir un buen desempeño de la Inversión durante la primera mitad del año (ver Sección III). En sentido contrario, el rubro de menor crecimiento fue el de Bienes intermedios (el de mayor peso en las importaciones), que acumula en los primeros cinco meses del año un aumento de 7% i.a., aunque este incremento se reduce a sólo 1% i.a. en términos de cantidades. De esta manera, los Bienes intermedios continúan reduciendo su participación en las importaciones totales, cuya composición tiende a normalizarse luego del impacto de la crisis de 2001 (ver Cuadro V.4).

Gráfico V.7
Consumo Aparente. Principales Electrodomésticos
(acum. 4 trimestres)



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

Cuadro V.4
Composición de las Importaciones
(en %)

Año	Bienes de capital	Bienes intermedios	Combustibles y lubricantes y resto	Piezas y accesorios para bs. de capital	Bienes de consumo	Vehículos automotores
1998	27,1	31,9	2,8	17,6	15,5	5,2
2002	14,4	48,6	5,5	17,0	12,7	1,9
2006 (*)	23,9	35,6	5,0	17,3	11,8	6,5

(*) Primeros cinco meses

Fuente: INDEC

²¹ El consumo aparente es una *proxy* del consumo interno, que surge de la suma de la producción local y las importaciones menos las exportaciones.

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

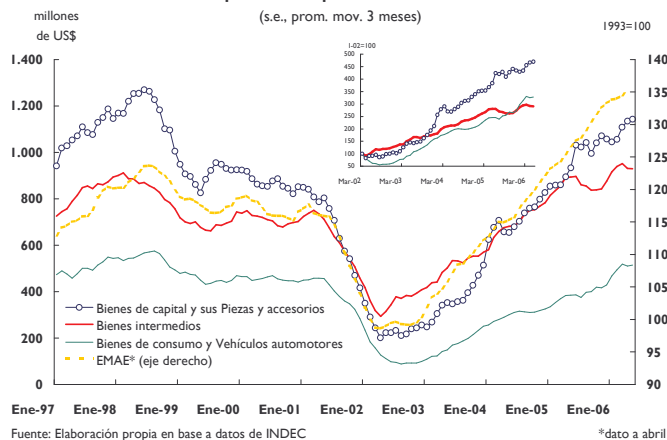
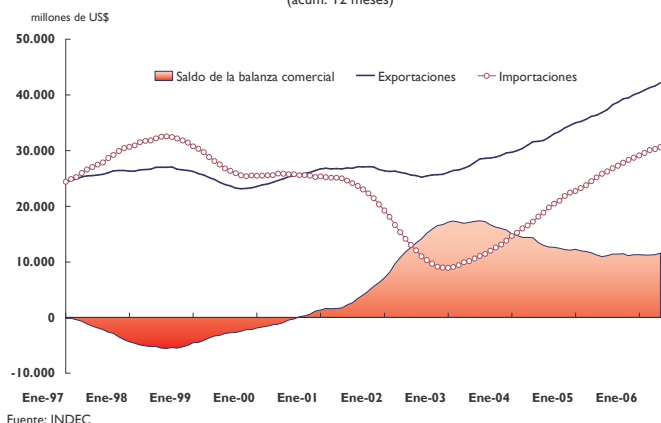


Gráfico V.9
Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial
(acum. 12 meses)



La evolución reciente, en línea con lo estimado, permite mantener la proyección de que las importaciones se ubiquen en torno a US\$34.000 millones en 2006, a pesar del mayor crecimiento previsto respecto del **Informe de Inflación** anterior. De este modo, en el año el superávit comercial se mantendría en niveles elevados (levemente por debajo de US\$10.000 millones), aunque verificaría una corrección en términos interanuales. Así, se espera que el saldo en Cuenta Corriente alcance 2,6% del PIB.

Por último, los Gobiernos de Argentina y México acordaron recientemente un programa de liberación progresiva de aranceles para más de 2600 productos, algunos de los cuales tendrían preferencia total a partir de 2010 y otros desde 2014. Los sectores incluidos son químicos, caucho, plásticos, maquinarias, aparatos mecánicos, eléctricos, de informática y de industria gráfica, cosméticos y ciertos productos alimenticios. El acuerdo no incluye a textiles ni a autopartes, salvo los neumáticos. Además, también se alcanzó un convenio con Brasil que contempla la prórroga, con modificaciones, del Régimen Automotriz que rige el comercio de vehículos y autopartes entre ambos países. El intercambio bilateral de los mencionados productos tiene que respetar un Coeficiente de Desvío sobre las Exportaciones en el Comercio Bilateral (también llamado “flex”), que representa la proporción del valor de las importaciones argentinas por sobre el de las exportaciones hacia el vecino país. En este sentido, se negoció la reducción de dicho coeficiente (el vigente en la actualidad es de 2,6) a 1,95 por el lapso de dos años a partir del 1 de julio, lo que posibilitaría incrementar las exportaciones del complejo automotriz (que cuenta además con un nivel de capacidad instalada disponible relativamente holgado). Este cambio en el “flex” implicaría que, dado el nivel de importaciones de vehículos desde Brasil, nuestro país podría incrementar sus exportaciones de estos productos a Brasil en aproximadamente 24% (US\$700 millones de acuerdo a las importaciones de 2005). Finalmente, se acordó la integración de la República Bolivariana de Venezuela al MERCOSUR como miembro pleno del bloque, lo que abre múltiples posibilidades para el ingreso de productos nacionales en el mercado venezolano, que por su tamaño resulta la tercera economía de Sudamérica.

Apartado 3. Exportaciones: crecimiento y diversificación

Las exportaciones argentinas exhibieron desde la salida de la crisis un desempeño sumamente favorable, acumulando un crecimiento de 56% desde el año 2002, a un ritmo promedio anual de 16% acumulativo. Si bien los precios de exportación crecieron fuertemente en el período mencionado, más de la mitad del incremento de las exportaciones estuvo fundamentada en la evolución de las cantidades exportadas. Habitualmente se sostiene que este fenómeno es explicado exclusivamente por el importante crecimiento de algunos productos específicos (como la soja), aunque a la luz de los datos el crecimiento de las exportaciones resulta balanceado. En efecto, la evolución reciente muestra que el sustancial aumento de las exportaciones se ha dado de la mano de una mayor diversificación en términos de productos y especialmente en los destinos de exportación.

¿Por qué resulta positiva una mayor diversificación de las exportaciones? Una explicación sencilla tiene que ver con limitar los riesgos asociados a una elevada concentración. Por ejemplo, en el caso de una cartera de inversiones siempre se aconseja “no poner los todos los huevos en una misma canasta”, es decir, elegir una variedad de instrumentos financieros de forma tal de limitar la volatilidad de la cartera y acotar así las posibles pérdidas que podría provocar la caída en la valuación de alguno de estos instrumentos. El mismo razonamiento se puede aplicar en el caso de las exportaciones. Así, es deseable que la canasta de productos de exportación del país sea lo suficientemente amplia permitiendo suavizar el impacto que puede tener sobre las ventas externas una fuerte caída en el precio o la demanda de determinado bien. También resulta importante la apertura de nuevos mercados y, por lo tanto, la diversificación de los destinos de exportación. De esta manera, una recesión en algún socio comercial del país no daría lugar a una reducción de magnitud de las exportaciones argentinas toda vez que su impacto sería acotado y probablemente compensado por el aumento de la demanda proveniente de otros países. La reducción de las exportaciones argentinas durante 1999 resultó ser un ejemplo de los riesgos que acarrea la concentración, ya que fue impulsada casi por completo por la menor demanda proveniente de Brasil, que atravesaba una crisis económica que derivó en un estancamiento del PIB y en una reducción de 12,7% de sus importaciones totales, explicando por sí sólo casi tres cuartas partes de la merma en aquel entonces de las exportaciones argentinas.

Cuadro N° 1: Diversificación de las exportaciones argentinas por producto
(en %)

Año	Exportaciones Totales		Grandes Rubros			
	Índice de Gini	IHH Total	IHH Productos primarios	IHH MOA	IHH MOI	IHH Combustibles y energía
1998	95,04	2,24	10,02	8,67	2,81	42,31
1999	94,91	2,25	8,74	8,93	1,17	36,78
2000	95,19	2,90	11,79	10,35	1,44	39,09
2001	95,35	2,90	12,50	13,29	1,43	33,12
2002	95,49	2,95	13,07	13,29	1,26	29,06
2003	95,88	3,36	14,58	15,34	1,12	25,59
2004	95,57	2,99	14,67	13,35	1,20	22,52
2005	95,43	2,69	15,11	11,98	1,43	22,35

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Con el fin de cuantificar el grado de diversificación de las exportaciones según los distintos criterios enumerados, se utilizan como medidas de concentración el índice de Herfindahl-Hirschman (IHH)²² y el Índice de Gini²³. Las pruebas recogidas para el período 1998-2005 sugieren que luego de incrementarse hasta 2003, la concentración de las exportaciones en términos de producto se redujo, alcanzando en 2005 el menor nivel desde 1999. En efecto, calculando el IHH para los productos exportados²⁴, se observa una importante reversión de la tendencia hacia la concentración que se venía delineando desde fines de la década pasada, corroborado esto por las cifras del Índice de Gini, cuyo valor aumentó 88 puntos básicos (p.b.) entre 1998 y 2003, para caer luego en 45 p.b. entre 2003 y 2005.

Sin embargo, en cuanto a los principales rubros de exportación, la evolución luce heterogénea. En el caso de los Productos primarios, se observa un crecimiento ininterrumpido de la concentración a lo largo del período analizado, básicamente explicado por el avance de la exportación de porotos de soja, que pasó de explicar casi 10% del rubro en 1999 a 28,2% el año pasado. Una evolución diferente tuvieron las exportaciones de Combustibles y energía, que muestran una mayor

²² El índice de Herfindahl-Hirschman es una medida de diversificación, que comenzó a ser utilizada para medir el tamaño de las firmas en relación al total de una industria y como un indicador de la concentración del mercado. Aplicado al análisis de la diversificación de las exportaciones el índice se calcula como $H = \sum_{i=1}^n x_i^2$, donde x_i es la participación del producto i (o país de destino, etc.) y n es el número de productos (o países). El índice oscila entre $1/n$ y 1, donde un

valor de 1 representa la máxima concentración y un valor de $1/n$ constituye la máxima diversificación posible.

²³ El índice de Gini es una medida de la desigualdad que normalmente se utiliza para medir la desigualdad en los ingresos, pero puede utilizarse para medir cualquier forma de distribución desigual. El índice de Gini es un número entre 0 y 100, en donde 0 se corresponde con la perfecta igualdad y 100 se corresponde con la perfecta desigualdad (por ejemplo un sólo rubro concentra el total de las exportaciones y todos los demás ninguno).

²⁴ Para ello se procedió tomando la clasificación a 6 dígitos del Nomenclador Común del MERCOSUR.

diversificación actualmente, probablemente impulsada por el mayor peso relativo de las ventas de productos refinados en detrimento del petróleo crudo. Por último, en el caso de las exportaciones de manufacturas se observan fenómenos opuestos. Las Manufacturas de origen agropecuario (MOA) exhiben un paulatino aumento de la concentración entre 1998 y 2003 de la mano del mayor peso de los aceites y los desperdicios de la industria alimenticia (principalmente *pellets* de soja), parcialmente revertido durante el bienio 2004-2005 por el fuerte crecimiento de las ventas de otros productos tales como carnes, lácteos y vinos. En cambio, en el caso de las Manufacturas de origen industrial (MOI), crece la diversificación hasta 2003, tendencia que se invierte desde ese momento, aunque en 2005 el grado de concentración era notablemente inferior al registrado en 1998 (ver Cuadro N° 1). En principio, los cambios en la diversificación de las exportaciones industriales siguen la evolución de la industria automotriz, que en 1998 representaba 35% de las exportaciones MOI, ratio que se redujo a 18,6% en 2003 para volver a aumentar hasta 24,2% en 2005.

El análisis de las exportaciones por país de destino arroja conclusiones más firmes, toda vez que la diversificación de los demandantes de productos argentinos avanzó casi sin pausa a lo largo del período en estudio. En efecto, todas las medidas de concentración empleadas sugieren que la canasta de destinos de exportación del país se ha hecho sustancialmente más numerosa (es decir, que entre los demandantes de productos nacionales se incorporan nuevos países) y asimismo las exportaciones a los destinos se distribuyen con una mayor diversificación (ver Cuadro N° 2 y Gráfico N° 1).

Cuadro N° 2: Diversificación de las exportaciones argentinas por destino

Año	Índice de Gini	IHH	Primeros 10 destinos (*)	Primeros 50 destinos (*)	Primeros 100 destinos (*)
1998	87,73	11,18	66,18	95,79	99,68
1999	86,65	8,93	65,91	95,84	99,75
2000	87,71	10,31	68,20	95,61	99,79
2001	87,18	8,73	65,68	95,67	99,77
2002	86,72	7,32	64,80	95,43	99,67
2003	86,95	6,50	64,67	95,33	99,69
2004	86,58	6,45	62,95	94,30	99,52
2005	86,50	6,34	62,53	94,26	99,45

(*) Corresponde a la participación sobre el total

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico N° 1: Cantidad de países que demandan productos argentinos



En definitiva, sin desconocer el fuerte aporte al crecimiento por parte del complejo sojero en particular (y del sector agroalimentario en general) y de los precios de exportación de las principales materias primas producidas por el país, el crecimiento de las exportaciones argentinas se ha dado de la mano de una mayor diversificación en términos de productos y especialmente en lo que hace a destinos de exportación. Esto permite acotar los riesgos asociados a *shocks* adversos que puedan afectar al desempeño exportador dotándolo de una mayor robustez. En 2006, esta tendencia parecería profundizarse a partir del fuerte crecimiento que exhiben algunas exportaciones no tradicionales, como el concentrado de cobre y los metales preciosos. Asimismo, la diversificación de los mercados también estaría avanzando, habida cuenta del crecimiento de las ventas a regiones tales como resto de ALADI²⁵, India, Japón y Corea, entre otros, a un ritmo mayor que el que muestran las exportaciones totales, o a destinos más tradicionales como Brasil, EE.UU. y la Unión Europea.

²⁵ Compuesto por Perú, Ecuador, Colombia, Venezuela, Bolivia y Cuba.

V.3 Cuenta Capital y Financiera

Cuadro V.5

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

	2003	2004	I-05	II-05	III-05	IV-05	2005	I-06
Cuenta Capital y Financiera	-3.173	1.742	184	813	475	1.578	3.050	-8.134
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-2,5	1,1	0,5	1,7	1,0	3,3	1,7	-17,5
Cuenta Capital	70	43	47	3	37	4	91	11
Cuenta Financiera	-3.243	1.700	137	810	438	1.574	2.959	-8.145
Sector bancario	-3.001	-3.097	-1.814	-1.078	-1.188	-251	-4.332	-9.704
BCRA	-868	-1.990	-1.105	-990	-776	-27	-2.898	-10.003
Otras entidades financieras	-2.133	-1.107	-709	-88	-413	-224	-1.434	299
Sector público no financiero	4.640	4.952	1.297	-18	1.009	1.150	3.438	949
Gobierno Nacional	4.738	5.078	1.300	1	998	1.113	3.412	940
Sector privado no financiero	-4.882	-154	654	1.906	617	676	3.853	610
Errores y Omisiones Netos	-1.228	151	482	261	-45	-596	102	321
Variación de Reservas Internacionales	3.981	5.319	851	2.933	2.560	2.512	8.857	-6.633

Fuente: INDEC

La Cuenta Capital y Financiera continuaría mostrando un ingreso neto en 2006, incluso a pesar de la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales. De hecho, descontando el pago al Fondo Monetario Internacional (FMI), la Cuenta Capital y Financiera mostró en el primer trimestre del año ingresos netos, tanto en los casos del Sector público como del Sector privado. En el caso del Sector público, sin embargo, no se espera que este resultado se repita durante el resto del año debido a las amortizaciones de deuda con organismos internacionales y de Boden.

Para el caso del Sector privado se espera un ingreso neto para el resto del año, fundamentalmente explicado por la IED, en un marco en el que la formación de activos externos continúa en niveles reducidos²⁶. En sentido contrario, se podría registrar un cambio en la tendencia del endeudamiento externo del sector, que ya se comienza a observar en el caso de los préstamos comerciales debido al incremento del nivel de actividad. Cabe destacar que la deuda externa del sector se redujo ininterrumpidamente desde el año 2002, a partir de la finalización de múltiples procesos de reestructuración de pasivos de empresas privadas.

Por su parte, reflejando el hecho de que el Sector privado financiero volvió a mostrar en 2005 resultados positivos luego de la crisis, el sector registró por primera vez desde 2002 un ingreso neto a partir de la reinversión de utilidades y en menor medida por aportes de capital. Esto engrosó el nivel de la IED que actualmente se ubica en torno a los US\$1.000 millones trimestrales.

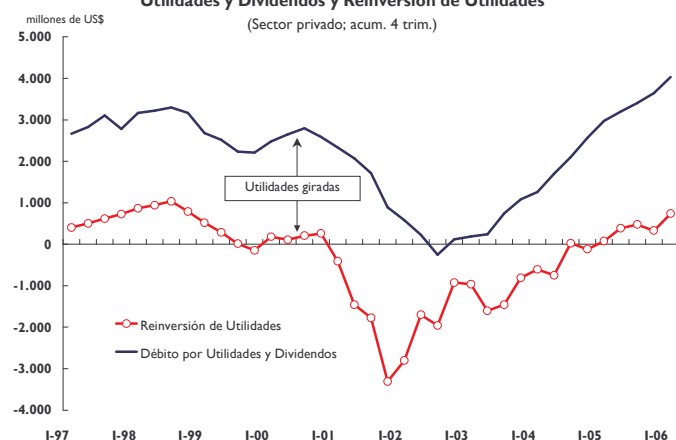
Finalmente, la deuda externa alcanzó en marzo US\$104.364 millones, con una reducción de US\$9.155 millones producto del mencionado pago al FMI. Si bien el pago no reduce la deuda pública, provoca un cambio de composición ya que se reemplaza a un acreedor externo (FMI) por uno interno (BCRA), disminuyendo el peso de la deuda externa en la deuda total.

V.4 Reservas Internacionales

Enmarcado en la profundización de una política monetaria prudente, predecible, estable y capaz de amortiguar eventuales impactos de cualquier cambio súbito en el escenario internacional, el BCRA continuará con su política de acumulación de Reservas Internacionales con motivos precautorios. El comportamiento de las variables financieras en Argentina ante la mayor volatilidad observada en casi todos los mercados del mundo constituye un ejemplo del funcionamiento de estas políticas (ver Apartado 1). En particular, el favorable desempeño monetario y financiero reciente responde al manejo prudente y efectivo de los riesgos bancarios y a la significativa acumulación de Reservas como reaseguro frente a la volatilidad externa, en un marco de cumplimiento estricto de las metas de crecimiento de la oferta monetaria.

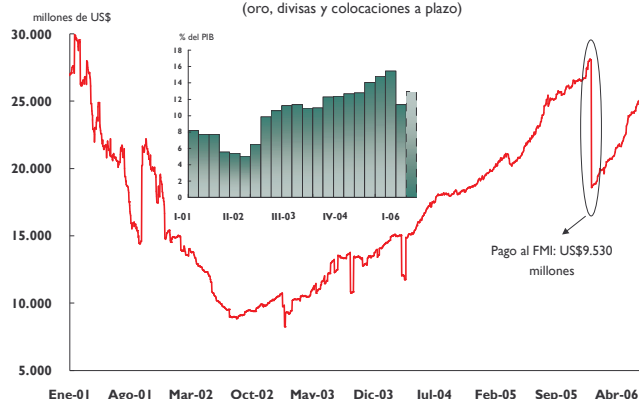
En este sentido, durante el segundo trimestre del año el *stock* de Reservas Internacionales aumentó US\$3.635 millones para alcanzar un total de US\$25.183 millones a fines de junio. La principal fuente

Gráfico V.10
Utilidades y Dividendos y Reinversión de Utilidades
(Sector privado; acum. 4 trim.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico V.11
Reservas Internacionales del BCRA
(oro, divisas y colocaciones a plazo)



Fuente: BCRA

²⁶ En particular, la formación neta de activos externos del Sector privado no financiero había resultado negativa a lo largo de 2005 (repatriación de capitales) y en el primer trimestre de 2006 volvió a ser positiva (salida de capitales).



de generación de divisas continuaría siendo el superávit comercial. El ritmo actual de acumulación resulta levemente superior al observado durante 2005. De esta manera, ya se recuperó casi 70% de las Reservas utilizadas para efectuar el pago total de las obligaciones con el FMI.

VI. FINANZAS PÚBLICAS

VI.1 Síntesis

Las cuentas públicas nacionales durante la primera mitad de 2006 estuvieron impulsadas por el marcado crecimiento de los ingresos, dado que las erogaciones primarias exhibieron cierta aceleración en relación con lo observado el año pasado. Así, el Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) acumuló un superávit primario de \$10.348 millones entre enero y mayo, mostrando un alza de \$559 millones interanual (i.a.). El elevado nivel de ahorro público cobra mayor relevancia en el marco de la reciente volatilidad de los mercados financieros internacionales.

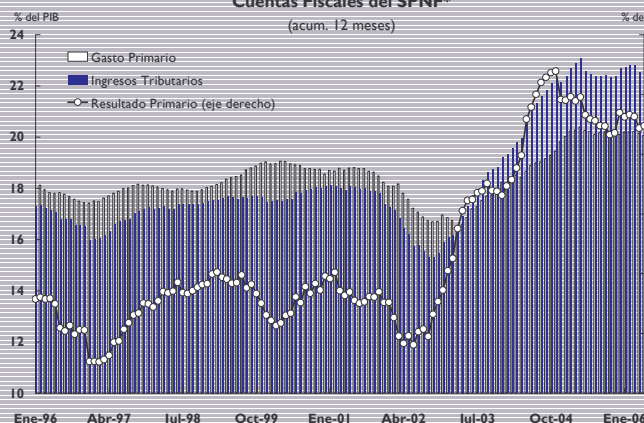
La recaudación tributaria creció fuertemente en el primer semestre (22% i.a.) aunque mostró cierta desaceleración en el segundo trimestre (18% i.a.), concentrada fundamentalmente en el Impuesto a las Ganancias y los Derechos de Exportación. Los recursos del Impuesto a las Ganancias que habían subido 26% i.a. en los primeros tres meses del año, aumentaron 9% i.a. en el segundo trimestre, en tanto que los ingresos por Derechos de Exportación cayeron, a pesar de que las ventas externas totales mantuvieron su tendencia ascendente, dado que descendieron las exportaciones de los productos que pagan las mayores alícuotas.

Paralelamente, el alza del gasto primario se desaceleró en el bimestre abril-mayo (20% i.a.), con respecto a lo observado en el primer trimestre del año (28% i.a.), en especial por el menor aumento de las transferencias automáticas a provincias. Por su parte, el gasto de capital continuó creciendo a tasas elevadas, impulsado fundamentalmente por la Inversión Real Directa (IRD). Entre las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional en el segundo trimestre, se destacaron los aumentos otorgados para los empleados del Sector público y para los jubilados y pensionados.

Para los próximos meses se prevé que los ingresos tributarios continúen expandiéndose marcadamente y así la recaudación se ubicaría algo por debajo de 22,5% del PIB en 2006. De esta forma, el resultado primario del SPNF alcanzaría en el año la pauta de 3,3% del PIB prevista en el Presupuesto Nacional 2006.

El superávit primario obtenido fue suficiente para cubrir el pago de todos los intereses y de parte de las amortizaciones de la deuda pública. Adicionalmente, en el segundo trimestre el Gobierno realizó colocaciones de bonos en dólares por aproximadamente \$3.300 millones en valor efectivo (VE) y la Tesorería General de la Nación (TGN) canceló \$1.400 millones en concepto de Adelantos Transitorios (AT). Así, el Sector público siguió sin ser factor de expansión de la Base Monetaria (BM), situación que se mantendría durante el resto del año, en un escenario donde las necesidades financieras del segundo semestre estarían cubiertas.

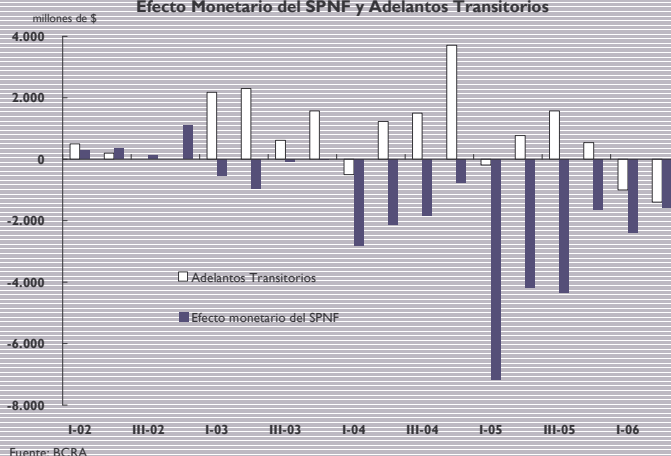
Gráfico VI.1
Cuentas Fiscales del SPNF*
(acum. 12 meses)



* Sector Público Nacional no Financiero, base caja

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

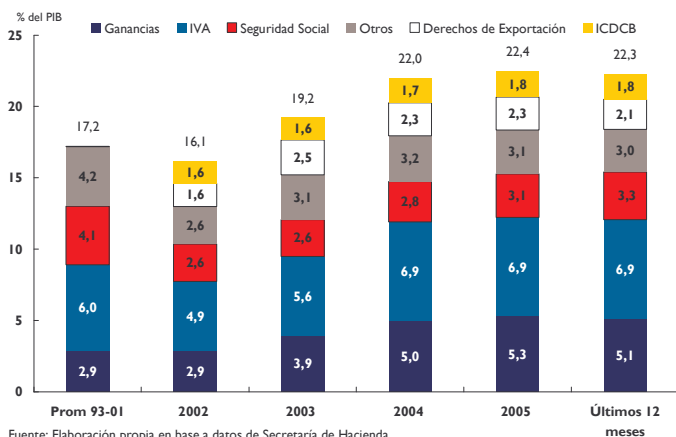
Gráfico VI.2
Efecto Monetario del SPNF y Adelantos Transitorios



Fuente: BCRA

Gráfico VI.3

Composición de la Recaudación Tributaria Nacional

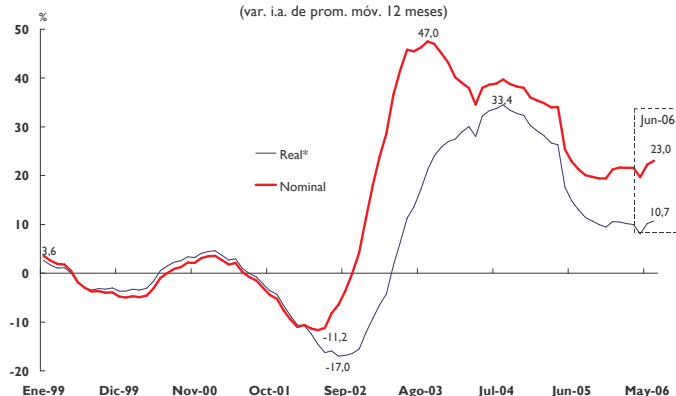


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

Gráfico VI.4

Recaudación Tributaria Nacional

(var. i.a. de prom. móv. 12 meses)



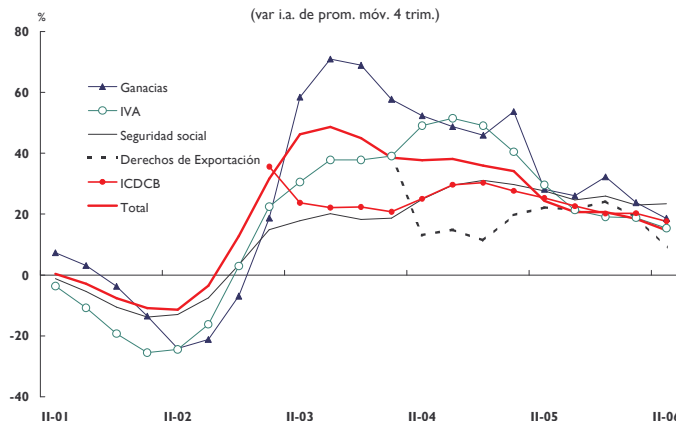
*Deflactada por IPC

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

Gráfico VI.5

Recaudación Tributaria Nacional

(var. i.a. de prom. móv. 4 trim.)



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

VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

Ingresos

La recaudación tributaria nacional continúa creciendo fuertemente, en un marco de elevada expansión económica, destacándose el incremento de los recursos de la Seguridad Social. En efecto, en el primer semestre los ingresos tributarios se elevaron 22% interanual (i.a.), influidos principalmente por el buen desempeño que mostraron los gravámenes tradicionales como el Impuesto al Valor Agregado (IVA), el Impuesto a las Ganancias y las contribuciones a la Seguridad Social. Entre los tributos no tradicionales se destacó el desempeño del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB), mientras que los ingresos por Derechos de Exportación exhibieron sólo un leve incremento en la primera mitad de 2006. De esta forma, la recaudación tributaria nacional se mantuvo prácticamente estable medida en términos del Producto en los últimos trimestres (ver Gráficos VI.3 y VI.4). En términos trimestrales, los ingresos tributarios tuvieron un mayor aumento entre enero y marzo y se desaceleraron en el período abril-junio, como consecuencia del menor crecimiento en los ingresos del Impuesto a las Ganancias y la caída en los recursos de los Derechos de Exportación.

La recaudación del IVA continúa mostrando buenos resultados y se incrementó 22% i.a. en el segundo trimestre, alcanzando 6,9% del PIB en los últimos doce meses. Analizando por componente, los ingresos del IVA DGI aumentaron 23% i.a., en un escenario de incremento de la actividad económica, el consumo y los precios. Por su parte, los recursos del IVA DGA mostraron una variación de 17% i.a., explicada por el crecimiento de las importaciones, que medidas en pesos subieron 24% i.a. en los primeros cinco meses de 2006. Así, los ingresos agregados del IVA representaron 31% de la recaudación total del primer semestre del año, mostrando un leve aumento con respecto al mismo período del año anterior.

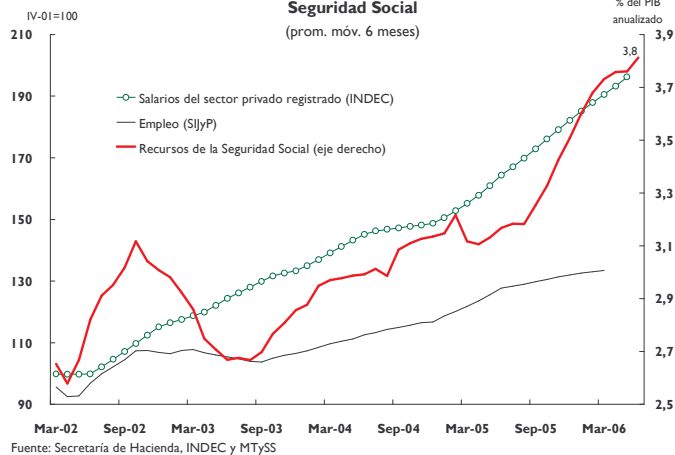
Los ingresos correspondientes al Impuesto a las Ganancias exhibieron una variación de 9% i.a. en el segundo trimestre, mostrando una importante desaceleración en relación con la suba de los primeros tres meses del año (26% i.a.; ver Gráfico VI.5). Esta evolución estuvo influida por distintas causas, entre las que se encuentran la decisión del Gobierno Nacional de elevar el mínimo no imponible para las personas físicas, que comenzó a regir a partir de abril, y la postergación de parte de los vencimientos de diciembre de 2004 para el primer semestre de 2005, que elevó la base de comparación. En tanto, el crecimiento de la actividad económica y de la masa salarial, que genera mayores ingresos en concepto de retenciones, continuaron impactando positivamente en la recaudación de ese tributo. De esta forma, la recaudación acumulada de Ganancias alcanzó 5,1% del PIB en los últimos 12 meses, exhibiendo una reducción de 0,2 puntos porcentuales (p.p.) en relación con el monto acumulado en 2005.

Los ingresos correspondientes a la Seguridad Social continúan mostrando el mejor desempeño entre todos los tributos desde octubre del año pasado. En efecto, en el segundo trimestre del año tuvieron una variación de 49% i.a., claramente superior a la de la recaudación tributaria nacional total (18% i.a.). Dicho crecimiento es explicado fundamentalmente por el incremento del empleo y el alza de la remuneración imponible en un contexto de mayor

Gráfico VI.6

Seguridad Social

(prom. móv. 6 meses)



Fuente: Secretaría de Hacienda, INDEC y MTySS

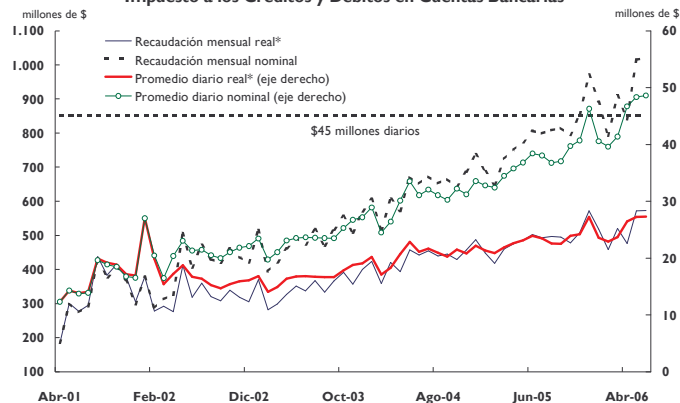
formalización y aumentos de salarios (ver Gráfico VI.6 y Sección IV). Adicionalmente, siguió influyendo positivamente la eliminación del tope de la remuneración sujeta a contribuciones patronales, en vigencia desde octubre del año pasado²⁷. Así, la recaudación por este tributo explicó 27% del crecimiento total de los recursos tributarios en la primera mitad del año, siendo sólo superado por el IVA, aunque debe considerarse que los ingresos del IVA más que duplican los de la Seguridad Social.

Los recursos provenientes del comercio exterior tuvieron un desempeño dispar en el segundo trimestre del año. Los ingresos de los Derechos de Importación se incrementaron 29% i.a., dado el aumento de las compras al exterior en un marco de sostenido crecimiento económico (ver Sección V). En cambio, los recursos de los Derechos de Exportación descendieron 3% i.a., en un contexto en el cual las ventas externas siguieron aumentando. Este comportamiento respondería a que las exportaciones gravadas con las mayores alícuotas mostraron caídas (petróleo crudo, soja, trigo y maíz), mientras que las ventas externas de los productos que más crecieron, pagan Derechos de Exportación significativamente menores.

Por su parte, los ingresos del ICDCB siguieron evolucionando favorablemente, impulsados por la consolidación del sistema financiero y el alza del monto en las transacciones bancarias gravadas, en un marco de mayor nivel de actividad y aumento de precios. Así, en el segundo trimestre del año los recursos crecieron 23% i.a. y la recaudación diaria promedio del trimestre se ubicó en \$48 millones, alcanzando un nuevo récord histórico (ver Gráfico VI.7). Finalmente, entre el resto de los tributos, se destacó el incremento de los ingresos provenientes del Impuesto a los Combustibles (20% i.a.), principalmente impulsados por el gravamen a las naftas. En tanto, los recursos del Impuesto a los Bienes Personales siguieron creciendo y los de Ganancia Mínima Presunta mantuvieron la tendencia descendente observada desde el año pasado, debido al aumento en el cómputo como pago a cuenta del Impuesto a las Ganancias y el ICDCB.

Gráfico VI.7

Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias



*Deflactada por IPC

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

En los próximos meses la recaudación tributaria continuaría aumentando a tasas significativas, impulsada principalmente por los recursos de la Seguridad Social, en un marco en que todos los impuestos exhibirían desempeños positivos. De esta forma, dada la *performance* de los recursos tributarios en la primera mitad del año y la perspectiva favorable prevista para el segundo semestre, se espera que la recaudación tributaria finalice 2006 casi en 22,5% del PIB.

Gasto y Resultados

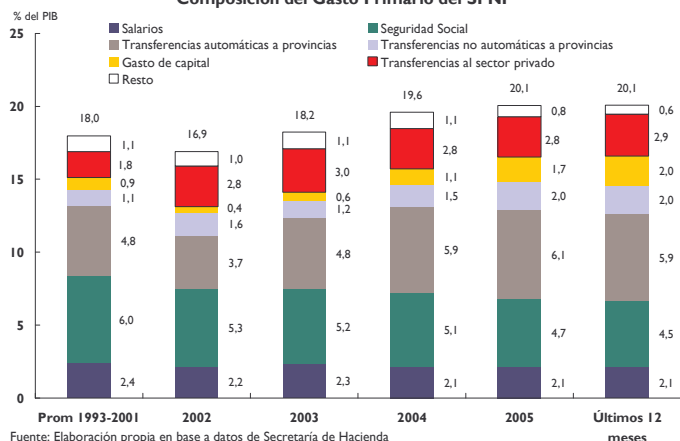
En el primer semestre de 2006 la evolución de las finanzas públicas nacionales estuvo impulsada por el fuerte crecimiento de los ingresos tributarios. El gasto primario mantuvo la tendencia ascendente observada durante 2005, pero mostró cierta desaceleración en el segundo trimestre. Por su parte, las erogaciones de asignación discrecional²⁸, mantuvieron la tasa de variación de los primeros tres meses del año.

²⁷ El Decreto N° 491/2004 y la Resolución de la AFIP N° 1.750/2004 elevaron paulatinamente el límite máximo de la remuneración sujeta a contribuciones a cargo de los empleadores hasta \$10.000 mensuales, para finalmente establecer su eliminación a partir del 1 de octubre de 2005.

²⁸ Definido como gasto primario total, excluyendo transferencias automáticas a provincias (Coparticipación Federal de Impuestos y Leyes Especiales), salarios y jubilaciones.

Gráfico VI.8

Composición del Gasto Primario del SPNF

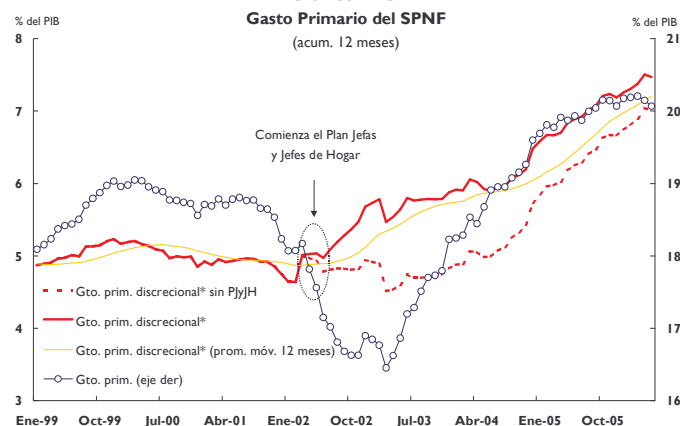


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

En el bimestre abril-mayo, la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI) subió 10% i.a., tras haber aumentado 25% i.a. en el primer trimestre del año. Esta evolución estuvo estrechamente ligada al desempeño de los ingresos por el Impuesto a las Ganancias, que crecieron 26% i.a. en el primer trimestre y cayeron 1% i.a. en el promedio de los dos meses siguientes. A la desaceleración de las transferencias automáticas a provincias se sumó el menor aumento de las transferencias no automáticas, explicado principalmente por la evolución seguida por las transferencias de capital (ver Gráficos VI.8 y VI.9).

Las transferencias al Sector privado también se desaceleraron, aunque en menor medida que el resto de los rubros. A pesar de que el gasto por el Plan Jefas y Jefes de Hogar (PJyJH) siguió descendiendo dada la menor cantidad de beneficiarios, las transferencias a empresas de transporte automotor y ferroviario de pasajeros y al sistema previsional por el pago de subsidios complementarios en los haberes mínimos, continuaron en ascenso. Así, las transferencias totales al Sector privado se incrementaron 31% i.a. en el bimestre abril-mayo y explicaron 20% del ascenso de las erogaciones primarias totales en el período.

Gráfico VI.9

Gasto Primario del SPNF
(acum. 12 meses)

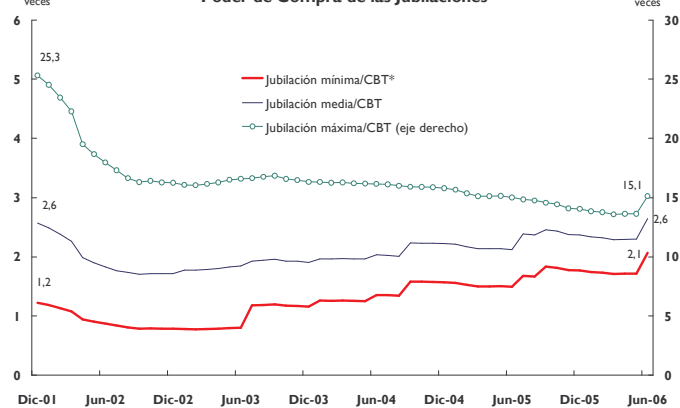
* Excluye las transferencias automáticas a provincias, jubilaciones y salarios

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

Por su parte, los gastos en jubilaciones y salarios que mostraron una menor tasa de variación en el bimestre abril-mayo, volverían a acelerarse a partir de junio, dadas las medidas implementadas en el segundo trimestre por el Gobierno Nacional. En particular, las erogaciones en jubilaciones continuaron siendo influidas por los aumentos del haber mínimo decididos en julio y septiembre del año pasado y mostraron en el bimestre un alza de 13% i.a.. Por su parte, el gasto en salarios se incrementó 21% i.a. en el bimestre abril-mayo, todavía influido por los aumentos otorgados durante la segunda mitad del año pasado. A partir de junio, ambos rubros habrían comenzado a reflejar las subas decididas recientemente por el Gobierno Nacional.

Gráfico VI.10

Poder de Compra de las Jubilaciones



*Canasta Básica Total por adulto equivalente

Fuente: INDEC y Ministerio de Economía y Producción

A fin de mayo se publicó el Decreto N° 679/2006 que reglamenta el aumento escalonado para los salarios de los empleados de la Administración Pública Nacional, con incrementos de 10% en junio y 9% en agosto²⁹, como resultado de las negociaciones colectivas llevadas a cabo durante abril. La medida se enmarca en un escenario donde las remuneraciones del Sector público cayeron cerca de 30% en términos reales desde diciembre de 2001 y perdieron 4% durante los últimos doce meses, de acuerdo al Índice de Salarios del INDEC. Por su parte, en el caso de las jubilaciones y pensiones se otorgaron aumentos para todas las escalas. La jubilación mínima, que se ubicaba en \$390 mensuales desde el último incremento de septiembre de 2005, se elevó 21% hasta \$470 mensuales. El aumento para el resto de las escalas fue de 11%, siendo la primera vez desde el año 1992 que el Gobierno Nacional eleva las jubilaciones superiores a \$1.000 mensuales. Así, el haber jubilatorio medio se incrementó 15% hasta aproximadamente \$600 mensuales. De esta forma, dado que los aumentos del haber mínimo otorgados desde julio de 2003 superaron la inflación acumulada en el período, la jubilación mínima pasó de representar 80% de la Canasta Básica Total (CBT) en junio de ese año a aproximadamente 210% en junio de 2006 (ver Gráfico VI.10). En total, los aumentos otorgados para jubilados y pensionados y para

²⁹ En base devengado.

los empleados del Sector público tendrían en 2006 un costo fiscal aproximado de 0,5% del PIB.

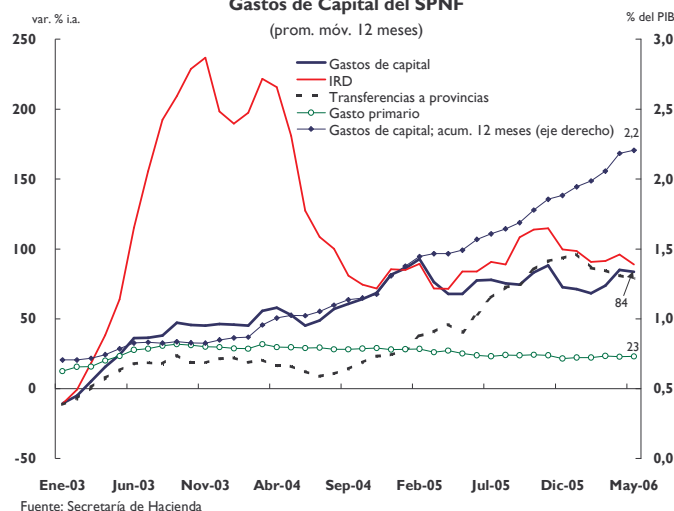
Los gastos de capital en los últimos meses crecieron significativamente. En efecto, en los primeros cinco meses del año el aumento fue de 81% i.a., impulsado por la Inversión Real Directa (IRD) y las transferencias de capital a provincias. A pesar de no ser tan relevante por su menor participación en el gasto total de capital, la inversión financiera exhibió el mayor crecimiento (285% i.a.), en parte por los aportes de capital a la empresa Agua y Saneamientos Argentinos S.A. (AySA). De esta forma, luego de haber explicado 22% del aumento del gasto primario en 2005, las erogaciones de capital representaron en los primeros cinco meses de este año 28% del alza del gasto primario total. En el bimestre abril-mayo, mientras que las transferencias de capital a provincias exhibieron una importante desaceleración, la IRD mantuvo la tendencia ascendente (102% i.a.) y se convirtió en el principal impulso del gasto total de capital. Así, el gasto de capital alcanzó 2,2% del PIB en el acumulado de los últimos doce meses (ver Gráfico VI.11).

En este escenario, en los primeros cinco meses de 2006 el Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) acumuló un superávit primario de \$10.348 millones, exhibiendo una suba de \$559 millones i.a.. Por su parte, el resultado financiero sumó \$6.877 millones, aumentando \$1.829 millones en relación con el mismo período del año pasado, dada la reducción en el pago de intereses, principalmente porque en mayo de 2005 se abonaron los intereses devengados desde diciembre de 2003 de los bonos de la reestructuración (gasto que no se repitió este año). De esta forma, dado el buen desempeño de los ingresos e incluso considerando las medidas adoptadas recientemente en materia de gastos, el resultado primario del SPNF en 2006 alcanzaría la pauta de 3,3% del PIB prevista en el Presupuesto Nacional 2006.

El Sector público continúa sin ser factor de expansión de la Base Monetaria (BM). En el primer semestre del año el superávit primario resultó suficiente para cubrir todos los pagos de intereses y una porción de las amortizaciones de la deuda pública. El resto de los pagos fue afrontado con emisiones de mercado en moneda extranjera y con el uso de los depósitos del Sector público. En este marco, la Tesorería General de la Nación (TGN) no requirió financiamiento neto por parte del BCRA y además canceló durante el segundo trimestre \$1.400 millones en concepto de Adelantos Transitorios (AT), acumulando durante el primer semestre cancelaciones netas por \$2.400 millones.

En el marco del Programa de Emisión de Deuda 2006, en el segundo trimestre el Gobierno emitió bonos en dólares por US\$1.082 millones en valor efectivo (VE; ver Cuadro VI.1). A principio de mayo se realizó la segunda licitación pública de Bonar V, por un valor nominal (VN) de US\$500 millones, con un precio de corte de US\$96,42 por cada US\$100 de VN. De esta forma, el Gobierno pagó un rendimiento de 8,09%, inferior al de la emisión realizada en marzo (8,36%), y el *spread* en relación con el bono del Tesoro de EE.UU. se redujo a 338 puntos básicos (p.b.), tras haber alcanzado 367 p.b. en la emisión anterior. El resto de las colocaciones correspondieron a suscripciones directas de Boden 2012 por parte de la República Bolivariana de Venezuela, que en el primer semestre adquirió bonos argentinos en dólares por un total de US\$1.600 millones en VE.

Gráfico VI.11
Gastos de Capital del SPNF
(prom. móv. 12 meses)



Fuente: Secretaría de Hacienda

Cuadro VI.1
Emisiones de Bonos en 2005 y 2006

Bono	Fecha de Emisión	Monto de Emisión ¹	Precio de Corte ²	Rendimiento ²	Spread vs. Bono del Tesoro de EE.UU. ³
En pesos					
Boden 2014*	04-May-05	1.000	78,7	6,4	-
Boden 2014*	07-Jul-05	1.000	85,5	5,4	-
Boden 2014*	11-Jul-05	1.000	87,3	5,1	-
Total 2005		3.000			
En dólares					
Boden 2012**	06-May-05	117	85,6	9,5	565
Boden 2012**	13-Jun-05	221	90,5	7,8	400
Boden 2012	18-Jul-05	442	91,3	7,8	389
Boden 2012**	26-Jul-05	219	91,2	8,0	399
Boden 2012	03-Ago-05	350	78,2	7,8	389
Boden 2012**	26-Sep-05	189	79,5	7,7	359
Boden 2012**	26-Sep-05	50	79,5	7,7	359
Boden 2015	26-Oct-05	632	89,1	8,8	417
Boden 2012**	13-Dic-05	496	78,7	8,8	440
Boden 2012**	16-Dic-05	270	77,7	9,2	487
Total 2005		2.986			
Boden 2012**	19-Ene-06	312	80,0	8,5	418
Boden 2012**	27-Ene-06	308	81,1	8,3	381
Boden 2012**	14-Feb-06	308	81,1	7,8	311
Boden 2012**	21-Feb-06	307	81,4	7,6	298
Bonar V	22-Mar-06	500	94,5	8,4	367
Bonar V	3-May-06	500	96,4	8,1	338
Boden 2012**	9-May-06	239	83,7	7,5	253
Boden 2012**	7-Jun-06	243	82,5	8,3	334
Boden 2012**	27-Jun-06	245	81,6	9,1	393
Total 2006		2.963			

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

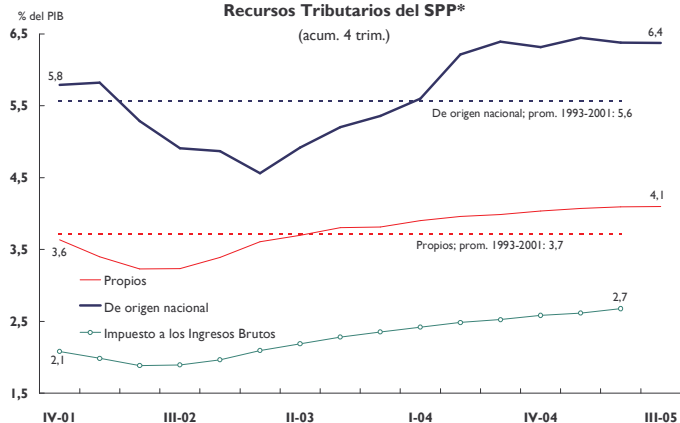
(*) Ajustable por CER; (**) Adjudicaciones privadas

Fuente: Secretaría de Finanzas

Gráfico VI.12

Recursos Tributarios del SPP*

(acum. 4 trim.)



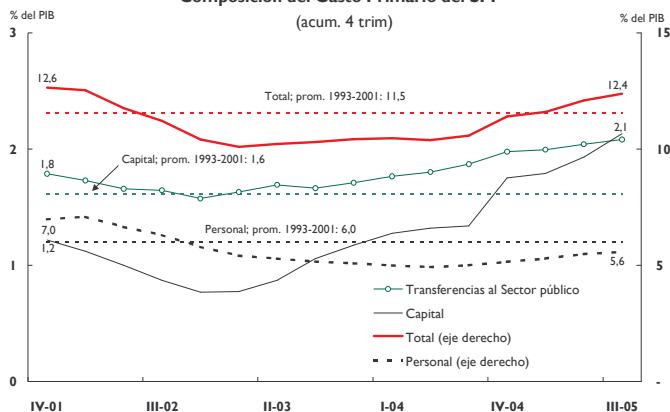
*Sector Público Provincial

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

Gráfico VI.13

Composición del Gasto Primario del SPP*

(acum. 4 trim.)



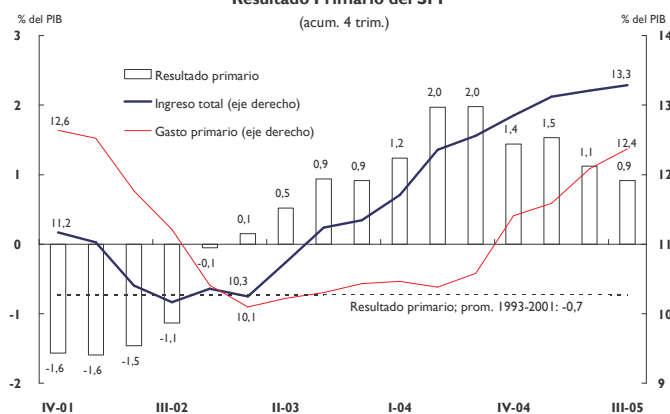
*Sector Público Provincial

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

Gráfico VI.14

Resultado Primario del SPP*

(acum. 4 trim.)



*Sector Público Provincial

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

Finalmente, dadas las disponibilidades de la TGN y considerando el margen de AT, el superávit financiero previsto y la posibilidad de que el Gobierno Nacional realice nuevas emisiones de deuda, el financiamiento del segundo semestre estaría asegurado. Más aún, las necesidades financieras estarían cubiertas a pesar de que no se realicen todas las emisiones previstas para la segunda mitad del año, teniendo en cuenta la reciente volatilidad de los mercados financieros internacionales (ver Apartado 1).

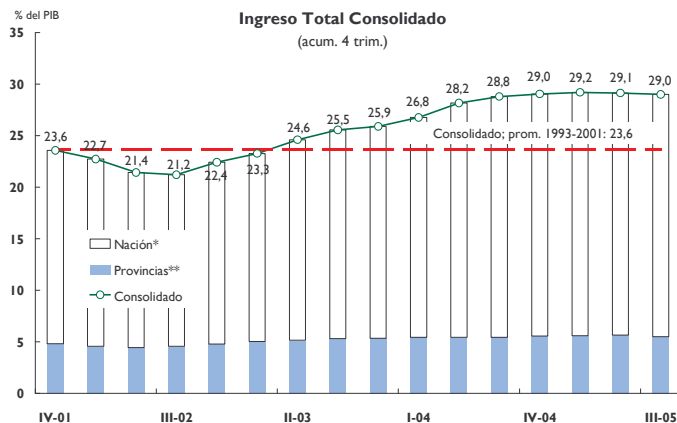
Sector Público Provincial

Las finanzas públicas provinciales mostraron una reducción del superávit primario. Con los últimos datos publicados correspondientes al tercer trimestre de 2005, se observa una caída en el saldo fiscal que se debió al incremento del gasto primario, dado que los recursos continuaron creciendo a tasas significativas. En particular, en el acumulado entre enero y septiembre del año pasado, el resultado primario del Sector Público Provincial (SPP) alcanzó \$6.573 millones, exhibiendo un descenso en relación con el superávit registrado en igual período de 2004 (\$8.403 millones).

En un marco de fuerte expansión económica y en línea con el desempeño de los ingresos nacionales, los recursos totales del SPP continuaron creciendo marcadamente durante el año pasado (ver Gráfico VI.12). En el acumulado de los tres primeros trimestres los ingresos totales se elevaron 23% i.a. (19% i.a. los tributarios), impulsados por el desempeño de los recursos tanto de origen provincial como nacional. Los ingresos tributarios propios de las provincias se incrementaron 20% i.a., en un contexto de mayor nivel de actividad y aumento de precios, que impulsó la recaudación del Impuesto a los Ingresos Brutos. En tanto, los recursos de origen nacional subieron 19% i.a., fundamentalmente por el crecimiento de los recursos coparticipados (21% i.a.). En efecto, en el período comentado, la recaudación tributaria nacional se incrementó 19%, impulsada por los tributos tradicionales como el Impuesto a las Ganancias y el IVA, que integran la mayor porción de los recursos coparticipables. De esta forma, los recursos tributarios del SPP en términos del Producto, se han estabilizado en los últimos trimestres en niveles superiores al promedio de los años anteriores a la brusca caída del nivel de actividad de 2002.

Por su parte, el gasto primario provincial mantuvo la trayectoria ascendente de trimestres pasados, creciendo a tasas superiores a las de las erogaciones nacionales. En particular, en el acumulado entre enero y septiembre de 2005 el gasto primario del consolidado de las provincias creció 34% i.a., impulsado principalmente por los salarios, que representan aproximadamente la mitad de las erogaciones primarias totales, dados los aumentos otorgados durante el año. Sin embargo, en términos del Producto, las erogaciones en salarios todavía se encuentran algo por debajo del promedio registrado entre 1993 y 2001 (ver Gráfico VI.13). En tanto, en línea con la evolución observada a nivel nacional, la IRD provincial continuó incrementándose marcadamente y explicó 20% del aumento del gasto primario total en el período comentado. En este escenario, el gasto de capital continuó ganando participación en el gasto primario total, pasando de representar menos de 10% en 2001 a más de 15% en 2005.

Gráfico VI.15

Ingreso Total Consolidado
(acum. 4 trim.)

* Base caja; ** Excluye ingresos tributarios y transferencias de origen nacional. Base devengado

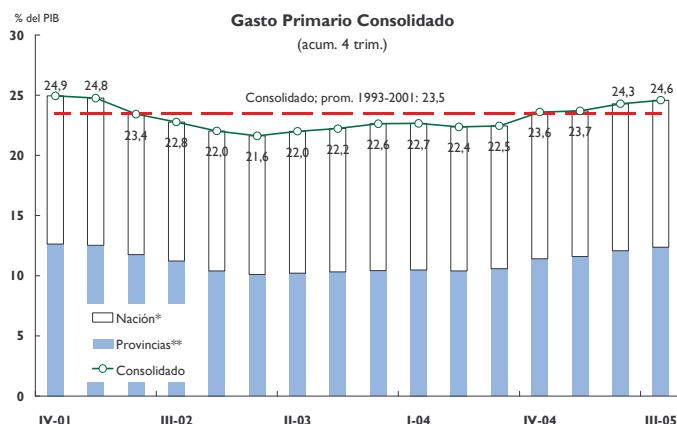
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

Teniendo en cuenta el déficit previsto para el último trimestre del año, que se explicaría por el incremento estacional del gasto primario por el pago de aguinaldos y las mayores erogaciones en concepto de transferencias, el SPP habría registrado en 2005 un superávit primario en torno a 0,7% del PIB, inferior al del año anterior (1,4% del PIB). En tanto, el resultado financiero también habría mostrado un descenso, pasando de 1,1% del PIB en 2004 a 0,3% del PIB el año pasado. Finalmente, se estima que este año las cuentas públicas provinciales mostrarían una evolución similar a la de 2005, con un crecimiento importante de los ingresos, aunque con un incremento del gasto primario aún mayor. De esta forma, se espera que el superávit primario del SPP se vuelva a reducir en 2006.

Resultados Fiscales Consolidados

Las finanzas públicas consolidadas registraron en 2005 un desempeño positivo, aunque mostraron una reducción del superávit fiscal con respecto al año anterior. Esta evolución se relacionó mayormente con el resultado de las cuentas públicas provinciales, dado que a nivel nacional no se observaron cambios significativos.

Gráfico VI.16

Gasto Primario Consolidado
(acum. 4 trim.)

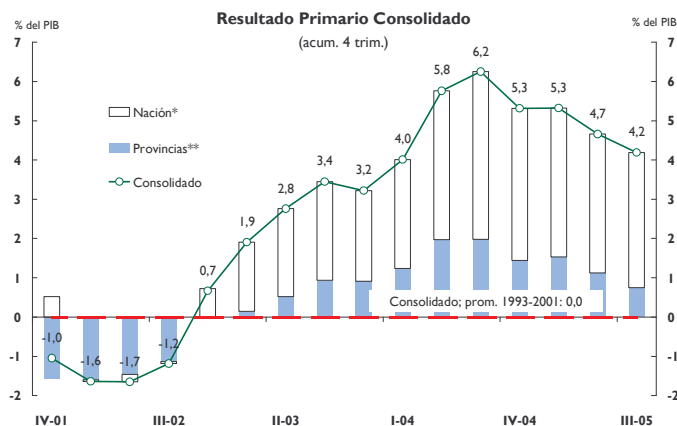
* Excluye transferencias a provincias. Base caja; ** Base devengado

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

En un contexto de elevado aumento de los recursos, el desempeño de las cuentas públicas consolidadas respondió al incremento del gasto primario, que exhibió una aceleración tanto a nivel provincial como nacional (ver Gráficos VI.15 y VI.16). Mientras que el alza en las erogaciones de salarios y de los gastos de capital explicaron en mayor medida el aumento del gasto primario provincial, a nivel nacional se destacó el alza de las transferencias a los gobiernos subnacionales, especialmente de capital.

De esta forma, el Sector Público Consolidado (Nación y Provincias), habría registrado en 2005 un superávit primario en torno a 4,4% del PIB, luego de acumular en 2004 un resultado primario de 5,3% del Producto (ver Gráfico VI.17). El descenso habría sido explicado mayormente por el desempeño de las provincias (el superávit pasó de 1,4% del PIB en 2004 a aproximadamente 0,7% del PIB en 2005), dado que el superávit primario nacional en términos del Producto se mantuvo prácticamente inalterado. Para 2006, se proyecta que el Sector Público Consolidado exhiba un superávit primario algo inferior a 4% del PIB, observándose caídas tanto a nivel provincial como nacional. No obstante, el resultado primario del Sector Público Consolidado aún resulta muy elevado en comparación con el promedio del período 1993-2001.

Gráfico VI.17

Resultado Primario Consolidado
(acum. 4 trim.)

* Base caja; ** Base devengado

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

Por último, en un contexto en el que el ahorro público nacional y las disponibilidades de la TGN permitirían cubrir las necesidades financieras de 2006, la evolución de las cuentas públicas provinciales se presenta actualmente como el principal foco de incertidumbre desde la perspectiva de las finanzas públicas.

VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

VII.1 Síntesis

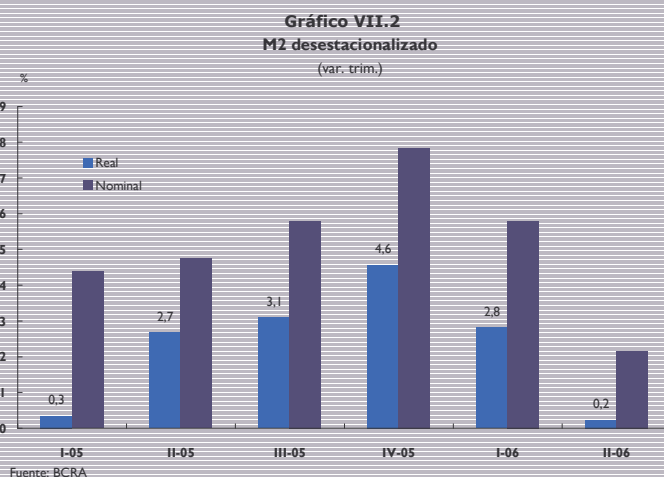
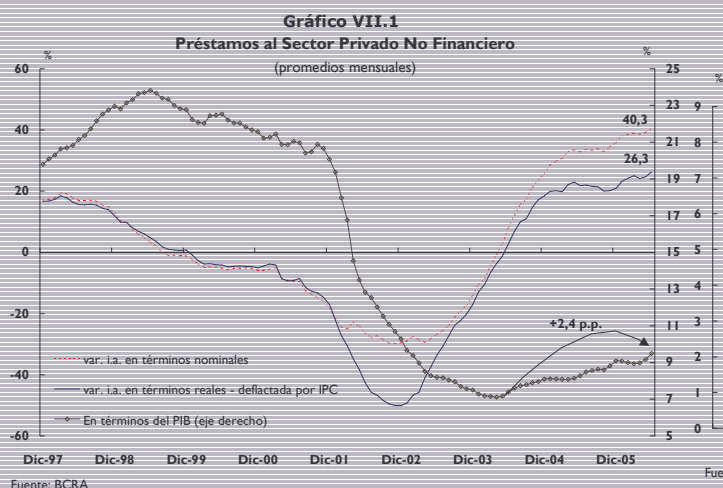
El BCRA cumplió con la meta establecida en el Programa Monetario 2006 (PM 2006) para el segundo trimestre del año y acumula doce trimestres consecutivos de estricto cumplimiento. El nivel promedio de los medios de pago (M2) se ubicó en junio en aproximadamente \$109.800 millones, próximo al límite inferior de las bandas del Programa, registrando un incremento nominal de 3,4% en el trimestre, casi la mitad que un año atrás. Como consecuencia, la tasa de variación interanual (i.a.) de este agregado continuó disminuyendo y en junio se ubicó 3,2 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de marzo.

En el marco de una estrategia prudencial de acumulación de Reservas Internacionales y con el objetivo de preservar el equilibrio monetario, el Banco Central ha llevado a cabo una política de esterilización profunda y de calidad. En el primer semestre del año, se esterilizaron alrededor de \$13.000 millones de las compras de divisas, y el 65% de esa esterilización fue realizada mediante cancelaciones anticipadas de redescuentos y operaciones del Sector público.

El BCRA aumentó gradualmente las tasas de interés de referencia de corto plazo. En el trimestre incrementó 0,75 p.p. las tasas correspondientes a sus pasivos tanto a 1 como a 7 días y 1 p.p. la cobrada por sus pasivos a 7 días. Por su parte, en el caso de las Letras del Banco Central (LEBAC) de 3 meses, elevó las tasas de corte en aproximadamente 0,2 p.p. respecto de marzo. Asimismo, a mediados del trimestre el BCRA dejó de licitar las LEBAC de menor duración (de 1 y 2 meses), y además, volvieron a colocarse regularmente LEBAC de 1 año. También, en el período se observó mayor preferencia por las especies que pagan tasa fija.

A principios del trimestre entraron en vigencia medidas dispuestas por el BCRA para alentar el alargamiento del plazo de fondeo de los bancos. En este contexto, los depósitos a plazo fijo mostraron un importante incremento (\$6.290 millones) tanto en las imposiciones del Sector público como en las del Sector privado. El BCRA continúa tomando iniciativas en este mismo sentido, y a principios de julio habilitó una nueva modalidad de colocaciones a plazo fijo, que les permite a los ahorristas acceder a la opción de recibir un rendimiento variable con una tasa fija mínima asegurada, para colocaciones a un plazo mínimo de 180 días. Se espera que esto contribuya a afianzar el crecimiento de las imposiciones a plazo durante los próximos meses.

En un contexto macroeconómico favorable y propiciado por los adecuados incentivos regulatorios, el crédito al Sector privado continúa mostrando un firme ritmo de crecimiento. Los préstamos alcanzaron en marzo una variación interanual de 40,3% en términos nominales aunque en términos del PIB, su nivel todavía permanece en valores cercanos a 10%.



VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

El Banco Central cumplió con la meta pauta en el Programa Monetario 2006 (PM 2006) para el segundo trimestre del año y acumuló doce trimestres consecutivos de cumplimiento. El nivel promedio de los medios de pago ($M2^{30}$) se ubicó en alrededor de \$109.800 millones, próximo al límite inferior previsto en el PM 2006.

En el trimestre, el M2 registró un incremento nominal de 3,4% (\$3.610 millones), casi la mitad del que presentó en el mismo período de 2005. De esta forma, el estricto control de los agregados monetarios se reflejó en una desaceleración del crecimiento interanual (i.a.) del M2, que en junio se redujo 3,2 puntos porcentuales (p.p.) frente a marzo. En términos reales, la suba trimestral del M2 desestacionalizado (s.e.) se redujo a 0,2% frente al 2,8% observado en el primer trimestre del año (ver Gráfico VII.2).

Por otra parte, el circulante en poder del público continuó desacelerando su crecimiento y en junio su variación interanual fue 3 p.p. menor a la de marzo.

En el marco de una estrategia prudencial de acumulación de Reservas Internacionales y con el objetivo de que la oferta de dinero no exceda la demanda prevista en el Programa Monetario, el Banco Central ha llevado a cabo una política de esterilización profunda y de calidad. Es así que en el primer semestre del año, se esterilizaron alrededor de \$13.000 millones de las compras de divisas, y el 65% de esa esterilización fue realizada mediante cancelaciones anticipadas de redescuentos y a través de las operaciones del Sector público (ver Gráfico VII.3). Cabe señalar que en el trimestre, las operaciones del Sector público también generaron una disminución de la Base Monetaria (BM), principalmente a partir de la utilización de depósitos en pesos para la cancelación de Adelantos Transitorios (AT).

Adicionalmente, a partir de abril, el BCRA dispuso una suba de 2 p.p. en los coeficientes de encajes sobre las colocaciones a la vista, que explicó aproximadamente \$1.400 millones del aumento semestral de la BM. Esta medida ayudó a restablecer los márgenes prudenciales previos al período diciembre 2005 – marzo 2006. También incidió la disminución de la remuneración sobre los márgenes de liquidez de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) y la reducción del límite máximo de remuneración de las cuentas a la vista, a partir del cual las mismas están afectadas a un encaje de 100% (dicho límite bajó de 75% a 50% de la tasa de interés de los depósitos de más de un millón de pesos de 30 a 35 días de plazo -BADLAR- de bancos privados promedio del mes anterior)³¹. Este conjunto de medidas reforzaron el sesgo antiinflacionario de la política monetaria, desincentivando el crecimiento de los medios de pago y promoviendo un alargamiento de la estructura de depósitos.

Como consecuencia de la modificación en el régimen de encajes, los recursos líquidos mantenidos por los bancos como reservas bancarias (efectivo y cuentas corrientes en el BCRA) aumentaron alrededor de 1 p.p. en el trimestre, consistente con el incremento en

Gráfico VII.3
Factores de Explicación de la Base Monetaria
(var. prom. sem. I-06)

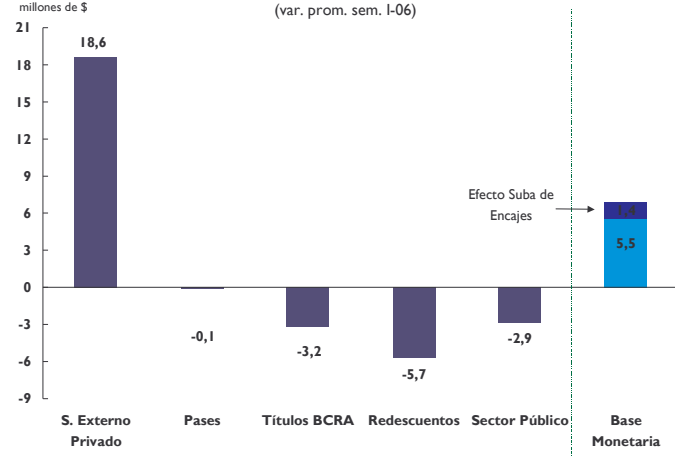
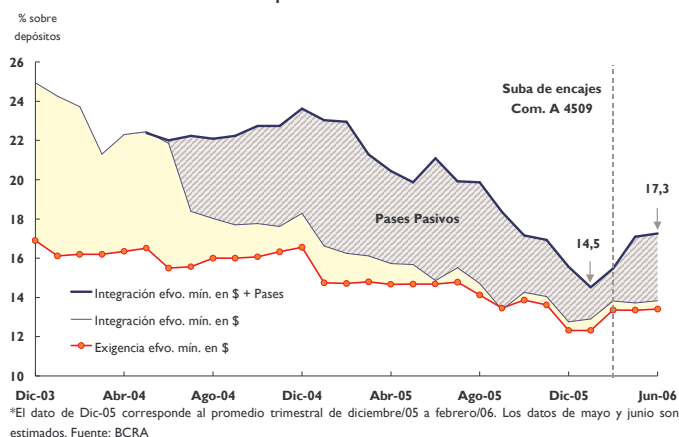


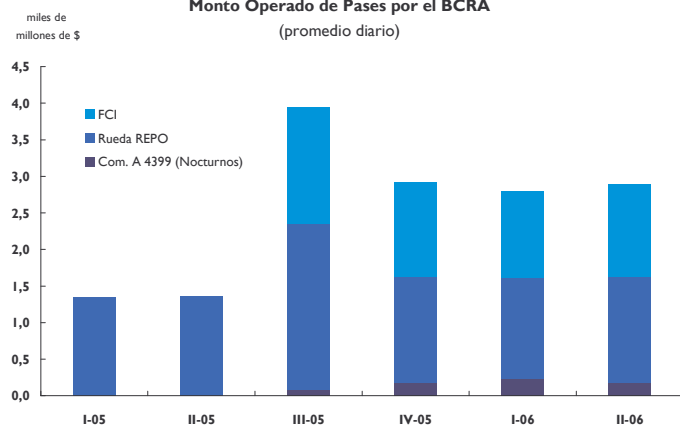
Gráfico VII.4
Liquidez en Pesos*



³⁰ M2 incluye el circulante en poder del público y los depósitos en cuenta corriente y caja de ahorros en pesos, del Sector público no financiero y del privado no financiero.

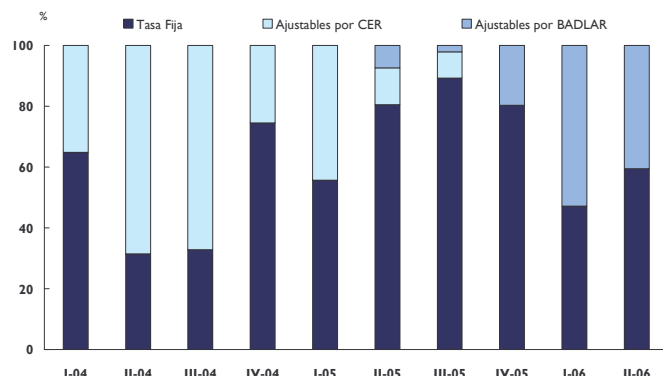
³¹ Ver Comunicación A4518.

Gráfico VII.5
Monto Operado de Pases por el BCRA
(promedio diario)



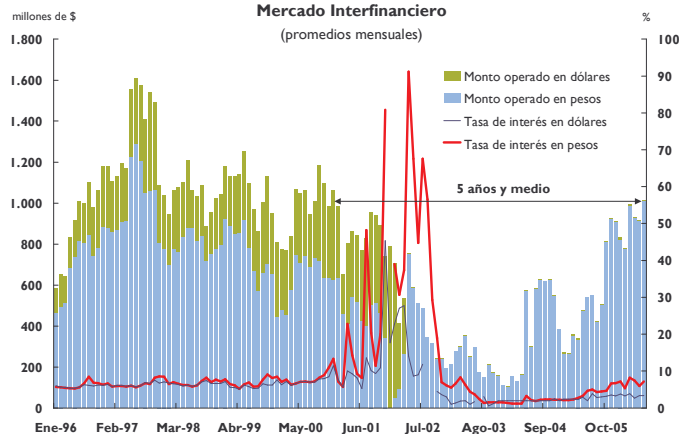
Fuente: BCRA

Gráfico VII.6
Composición de la Demanda de LEBAC y NOBAC
(montos totales recibidos en las licitaciones)



Fuente: BCRA

Gráfico VII.7
Mercado Interfinanciero
(promedios mensuales)



Fuente: BCRA

la exigencia de efectivo mínimo promedio. Así, la posición excedente de efectivo mínimo se mantuvo en aproximadamente 0,5% del total de depósitos en pesos, un nivel similar al de trimestres anteriores. La liquidez bancaria mantenida en pasivos con el BCRA también registró un incremento, que se concentró principalmente en el mes de mayo, como consecuencia de que gran parte de los fondos provenientes de la recaudación tributaria fue aplicada por las entidades públicas a la concertación de pases con el BCRA. Adicionalmente, algunos bancos concertaron pases con fondos provenientes de una amortización de préstamos garantizados que tuvo lugar también ese mismo mes. De esta manera, la liquidez bancaria en pesos aumentó casi 3 p.p. en el trimestre, ascendiendo en junio a 17,3% de los depósitos totales en pesos (ver Gráfico VII.4). Por su parte, la liquidez bancaria mantenida en títulos del BCRA se mantuvo prácticamente sin cambios.

Tasas de Interés

El BCRA aumentó gradualmente las tasas de interés que aplica sobre las operaciones de pases. Así, en el trimestre incrementó 0,75 p.p. las tasas correspondientes a los pases pasivos y 1 p.p. la cobrada por otorgar pases activos. Al término del primer semestre de 2006, se pagaba por pases pasivos 5,25% en el segmento de 1 día y 5,75% en el de 7 días, y se cobraba 8% por la concertación de pases activos de 7 días. Como esta última tasa ya había sido aumentada en el primer trimestre, a fines de junio era 2 p.p. mayor a la vigente al término de 2005.

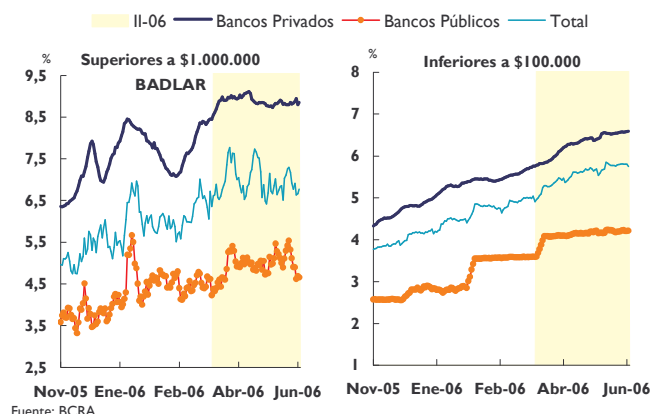
El monto operado por el BCRA y su composición por cada modalidad habilitada volvió a la situación vigente en el último trimestre de 2005, y el promedio que negoció diariamente se ubicó en \$2.900 millones, 4% por encima del trimestre anterior (ver Gráfico VII.5).

Por otra parte, a mediados del trimestre el BCRA dejó de licitar las Letras del Banco Central (LEBAC) de menor duración (1 y 2 meses) y volvieron a colocarse regularmente las LEBAC de 1 año. Se observó además una mayor preferencia por las especies que pagan tasa fija, lo que se vio reflejado en una mayor participación de los montos destinados a comprar estos instrumentos sobre el total demandado en las licitaciones realizadas (ver Gráfico VII.6). En relación a las tasas de interés, en el caso de las LEBAC de 3 meses, se produjo una suba de aproximadamente 0,2 p.p., mientras que los márgenes sobre tasa BADLAR pagados por las Notas del Banco Central (NOBAC) se redujeron frente a marzo.

En el mercado interbancario, en un trimestre caracterizado mayormente por elevadas necesidades de liquidez por parte de las empresas, originadas por la concentración de pagos impositivos y el pago de aguinaldos, se observó gran actividad, registrando importantes volúmenes operados y tasas de interés elevadas. Si bien los montos operados habían descendido en abril y mayo con respecto a los máximos alcanzados a fin del trimestre pasado, en junio volvieron a crecer y se ubicaron en un promedio diario superior a \$1.000 millones. Los niveles alcanzados superaron levemente los operados en marzo y resultaron los mayores desde diciembre de 2000 (ver Gráfico VII.7). No obstante, en términos reales o en relación con el total de depósitos, las cifras actuales serían algo más de la mitad que en aquel momento. La tasa de

Gráfico VII.8

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

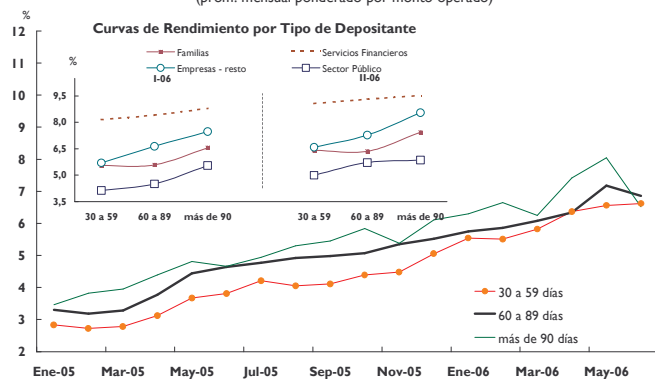


interés de las operaciones a 1 día, que concentran más del 75% del total operado, promedió 6,8% en el trimestre, registrando un pico cercano a 11% a mediados de abril y mínimos inferiores a 5% durante los últimos días de abril y los primeros de mayo.

Las tasas de interés pasivas, continuaron ascendiendo con respecto al trimestre anterior. En el segmento mayorista (depósitos a plazo fijo mayores a \$1.000.000) de 30 a 35 días, la tasa de interés BADLAR de bancos privados aumentó durante los primeros días de abril y luego se mantuvo a lo largo del trimestre en un rango entre 8,8% y 9,2%, finalizando en junio en 8,9%. En tanto, la tasa de interés BADLAR de bancos públicos, si bien presentó una mayor volatilidad intramensual, continuó en niveles inferiores a la pactada en los bancos privados, aunque presentando un ascenso de 0,2 p.p. en promedio cada mes, alcanzando en junio un promedio mensual de 5%.

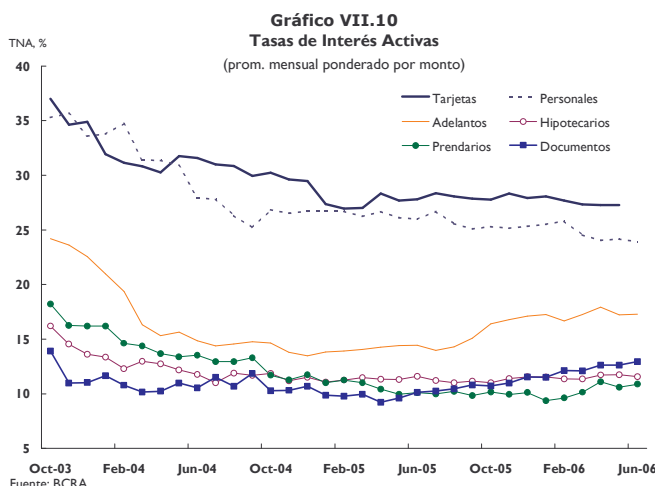
Gráfico VII.9

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



En las colocaciones minoristas (menores a \$100.000), la tasa de interés continuó con la tendencia creciente y presentó una variación en el trimestre de 0,8 p.p., alcanzando a finales de junio un promedio de 6,6% en el plazo más corto (de 30 a 35 días). Junto al incremento en el rendimiento, se registró un aumento en las colocaciones de este segmento, lo cual podría estar reflejando el incentivo otorgado por los bancos a sus depositantes para que transfieran parte de las colocaciones antes depositadas a la vista, en respuesta a los mencionados cambios normativos implementados por el BCRA. En los bancos públicos las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables en 4,2% (ver Gráfico VII.8).

Por el contrario, para las colocaciones a más de 90 días de plazo, en el último mes la tasa de interés descendió 1,5 p.p. aproximadamente. No obstante, esto se debió a una mayor participación de depósitos del Sector público en los tramos más largos, los cuales son pactados generalmente a tasas de interés inferiores al resto. Sin embargo, tanto en los depósitos de las empresas como en las imposiciones de las familias, las tasas de interés mostraron ascensos generalizados (ver Gráfico VII.9).



En las tasas de interés activas, se observó un comportamiento heterogéneo en función del tipo de financiamiento otorgado. Para las financiaciones a más corto plazo, las tasas de interés presentaron un leve ascenso durante el trimestre, en donde la tasa de interés para documentos a sola firma se incrementó 0,8 p.p. alcanzando en junio 12,9%. En tanto, en los adelantos en cuenta corriente, las tasas de interés se movieron en línea con las del mercado interbancario, presentando leves alzas en las tasas de adelantos a grandes empresas junto con un mayor incremento en sus volúmenes. No obstante, como los niveles de tasas que estas empresas pagan es inferior al resto, en junio, la tasa de interés promedio se mantuvo en niveles similares al trimestre anterior, alrededor de 17,3% (ver Gráfico VII.10).

En los préstamos personales la tasa de interés de junio fue 23,9%, marcando un descenso de 0,6 p.p. en relación a marzo, continuando con la tendencia descendente de los meses anteriores, junto a un incremento en el volumen de nuevos préstamos otorgados. Para las financiaciones con tarjeta de crédito, la tasa de interés se mantuvo en 27,3%.

Por último, en los préstamos con garantía hipotecaria la tasa de interés se mantuvo relativamente estable en 11,6% mientras que, en los préstamos prendarios la tasa de interés de junio fue 10,9% mostrando un incremento de 0,7 p.p. frente al trimestre anterior.

VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

En el segundo trimestre, el significativo aumento que mostraron los depósitos a plazo fijo (\$6.290 millones) llevó a que, sumado al crecimiento mencionado del M2 y el del resto de los depósitos, el agregado monetario en pesos más amplio (M3) se incrementara \$10.160 millones.

El crecimiento de los depósitos a plazo se observó en las colocaciones tanto del Sector público como del Sector privado. En el primer caso, el aumento estuvo explicado fundamentalmente por el traslado de fondos de la Seguridad social desde colocaciones a la vista. Por su parte, los depósitos del Sector privado continuaron aumentando, pero a diferencia del trimestre anterior, las colocaciones se concentraron en los plazos más largos. Así, en esta oportunidad el 90% del aumento se produjo en imposiciones de entre 60 y 365 días (ver Gráfico VII.11).

Adicionalmente, entre los depósitos del Sector privado, los menores a \$1 millón abarcaron la mayor parte de la suba trimestral de los plazos fijos. Así, en el segundo trimestre, este tramo conformó el 88% del crecimiento, frente a 39% durante los primeros tres meses de 2006 y, en junio, representó el 63% de las colocaciones a plazo del sector (1,5 p.p. más que en marzo).

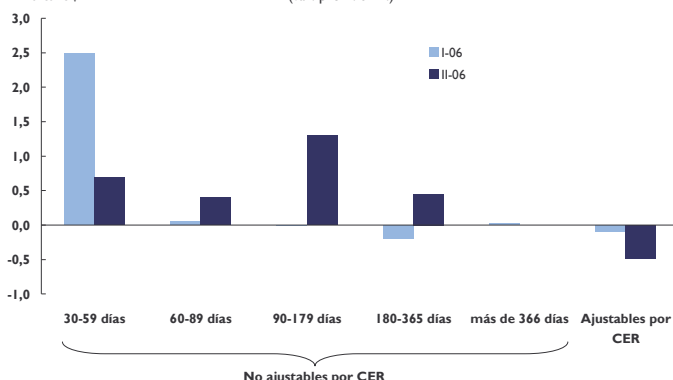
Como se mencionó, a partir del segundo trimestre entraron en vigencia medidas para alentar el alargamiento del plazo de fondeo de los bancos. A principios de julio, el BCRA habilitó una nueva modalidad de colocaciones a plazo fijo, que les permite a los ahorristas acceder a la opción de recibir un rendimiento variable con una tasa fija mínima asegurada, si deposita los fondos por un plazo mínimo de 180 días. Para los meses próximos, se espera que esto contribuya a afianzar el crecimiento de las imposiciones a plazo.

Crédito al Sector Privado³²

En un contexto macroeconómico favorable y propiciado por los adecuados incentivos regulatorios implementados por el BCRA tendientes a extender los plazos y a ejercer un manejo prudente de los riesgos asociados, el crédito al Sector privado continúa mostrando un firme ritmo de crecimiento. Los préstamos al Sector privado registraron en marzo una variación interanual de 40,3% en términos nominales (ver Gráfico VII.1). En términos del PIB, su nivel todavía permanece en torno a 10%, pero acumula un incremento de 2,4 p.p. respecto del mínimo valor registrado en abril de 2004.

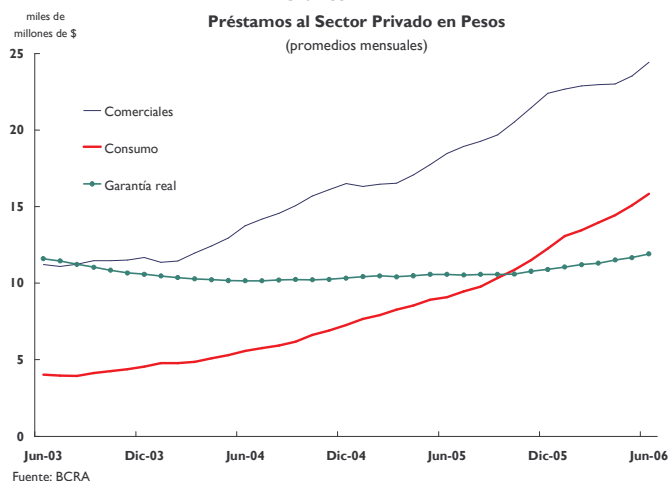
Los préstamos comerciales en pesos continuaron aumentando durante el segundo trimestre y su tasa de variación interanual se

Gráfico VII.11
Depósitos a Plazo Fijo en Pesos del Sector Privado
(var. prom. trim.)



Fuente: BCRA

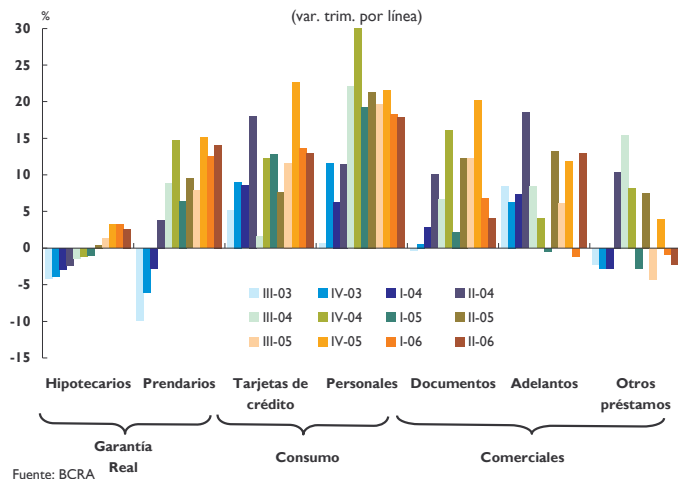
Gráfico VII.12
Préstamos al Sector Privado en Pesos
(promedios mensuales)



Fuente: BCRA

³² 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.

Gráfico VII.13
Préstamos en Pesos al Sector Privado No Financiero
(var. trim. por línea)



Fuente: BCRA

ubicó en 32,3% (ver Gráfico VII.12). En el trimestre se incrementaron \$1.500 millones y, de acuerdo al comportamiento estacional, su crecimiento fue relativamente mayor que en el trimestre anterior. En efecto, las mayores necesidades de liquidez de las empresas para afrontar los pagos impositivos concentrados en mayo y junio, y para financiar el pago de aguinaldos se reflejó en un importante crecimiento de los adelantos, que en el trimestre aumentaron \$1.100 millones (ver Gráfico VII.13).

Por su parte, las financiaciones instrumentadas mediante documentos (documentos a sola firma, documentos descontados y documentos comprados) aumentaron más de \$400 millones (4,0%). Este contexto se vio favorecido por los cambios normativos dispuestos por el BCRA a principios de abril, tendientes a facilitar el acceso de las empresas, particularmente Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs), al crédito bancario. Desde entonces no se requieren aforos para el descuento de cheques emitidos por libradores clasificados en situación normal, y las entidades financieras pueden prever estas financiaciones al 1% sin necesidad de evaluar la capacidad de pago de los cedentes. Es esperable que estas medidas ayuden a consolidar el crecimiento de estas financiaciones.

La gradual mejora en el empleo y el crecimiento de la masa salarial, favorecieron el crédito al consumo (préstamos personales y financiaciones con tarjetas de crédito) que continuó presentando un muy buen desempeño. Los préstamos personales subieron casi \$1.500 millones en el trimestre. Por su parte, las financiaciones con tarjeta de crédito aumentaron más de \$700 millones en el trimestre, estimuladas por el aumento en las ventas de televisores con motivo de la realización del campeonato mundial de fútbol.

De este modo, los préstamos de consumo se ubicaron cerca de \$16.000 millones, lo que implica que en términos reales, se recuperaron los valores previos a la crisis de 2001-2002 (ver Gráfico VII.14). También han ido ganando participación en la cartera de préstamos bancarios, representando actualmente alrededor del 25% del total de préstamos al Sector privado. No obstante, al compararlo con el componente del gasto que financian, de acuerdo a los últimos datos de PIB disponibles correspondientes al primer trimestre de 2006, el stock de préstamos de consumo representa menos del 4% del gasto de consumo, lo que implica un valor más de 1 p.p. menor al máximo alcanzado a principios de 2001.

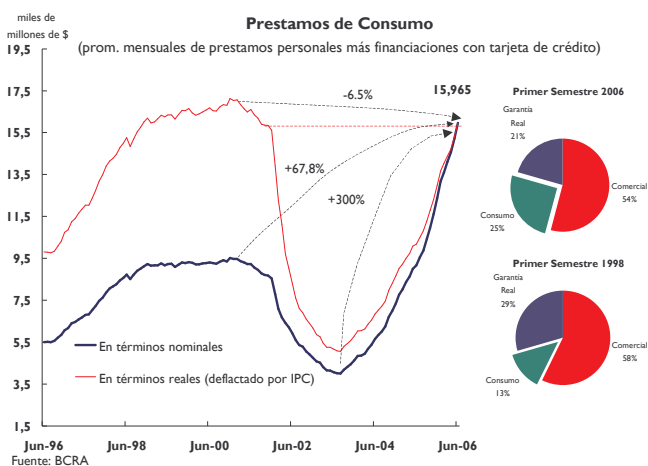
En un contexto muy favorable en términos de ventas de automotores y maquinaria agrícola, los préstamos prendarios continuaron mostrando un muy buen desempeño, incrementándose \$360 millones en el trimestre. En el caso de los préstamos hipotecarios, por quinto trimestre consecutivo las nuevas financiaciones superaron en monto a las amortizaciones y precancelaciones, por lo que mostraron un nuevo aumento, de \$230 millones.

Finalmente, gracias a que el BCRA adecuara los requisitos de documentación a presentar en relación con las prefinanciaciones de exportaciones, las financiaciones en moneda extranjera volvieron a adquirir dinamismo. Liderados por el comportamiento de los documentos vinculados a exportaciones, los préstamos en moneda extranjera se incrementaron U\$550 millones en el trimestre.

Gráfico II.14

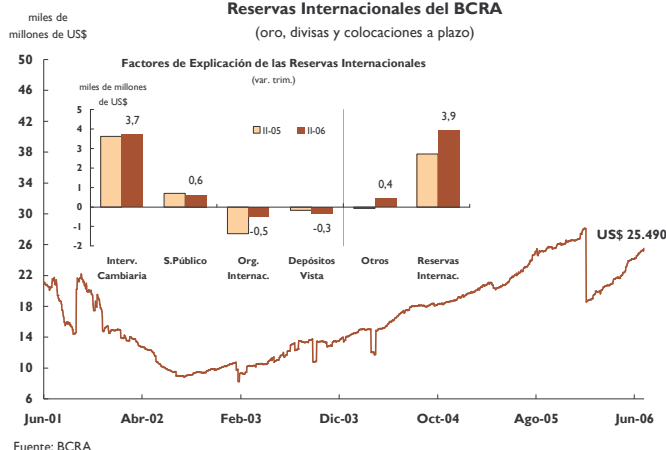
Préstamos de Consumo

(prom. mensuales de préstamos personales más financiaciones con tarjeta de crédito)



Fuente: BCRA

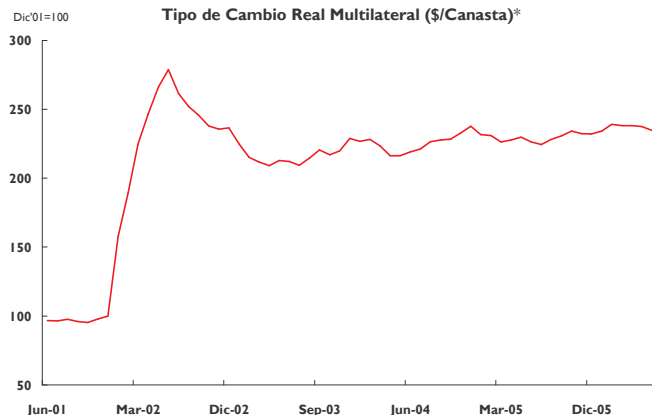
Gráfico VII.15

Reservas Internacionales del BCRA
(oro, divisas y colocaciones a plazo)

Fuente: BCRA

Gráfico VII.16

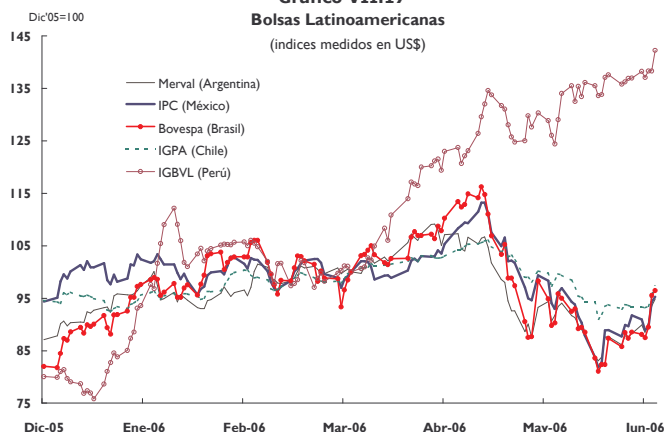
Tipo de Cambio Real Multilateral (\$/Canasta)*



*Incremento/decremento implica depreciación/apreciación del peso.

Fuente: BCRA

Gráfico VII.17

Bolsas Latinoamericanas
(índices medidos en US\$)

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

VII.4 Mercado de Cambios

A fin del segundo trimestre de 2006, el *stock* de Reservas Internacionales ascendió a US\$25.490 millones, elevándose US\$3.941 millones (18%) respecto del trimestre anterior (ver Gráfico VII.15), en el marco de la política prudencial de acumulación de reservas que viene desarrollando el BCRA. El principal factor generador de ingresos netos de divisas fue la intervención del BCRA en el mercado de cambios, intensificada en particular debido a la liquidación de divisas de exportadores propia de esta época del año. En igual sentido contribuyeron las colocaciones de deuda pública en moneda extranjera del Gobierno (Bonar V y Boden 2012), pero que fueron parcialmente compensadas por el cumplimiento de servicios de deuda pública y el pago a organismos internacionales. También generaron egresos de divisas los movimientos en las cuentas corrientes en moneda extranjera de las entidades financieras en el BCRA.

Los volúmenes operados en el mercado de cambios, tanto *spot* como de futuros, mostraron un mayor dinamismo con respecto al período anterior, debido, en parte, a la estacionalidad propia del trimestre generada por la liquidación de divisas de los exportadores. En particular, en el mercado *spot* (Sistema de Operaciones Electrónicas -SIOPEL- más Mercado Electrónico de Corredores -MEC-) se negoció un promedio diario de US\$283 millones, 23% mayor al trimestre anterior y 12% superior al de igual período del año pasado. La participación del BCRA en este mercado fue en promedio de 11%, 4 p.p. mayor que el trimestre anterior. En el mercado de futuros (Mercado a Término de Rosario -Rofex- más Mercado Abierto Electrónico -MAE-), el volumen promedio diario operado alcanzó los US\$106 millones, por encima del monto negociado en el trimestre anterior (46%) y casi duplicando al operado un año atrás. El BCRA disminuyó su participación en este mercado a 6% (3 p.p.).

En términos nominales, en el trimestre el peso se depreció frente al euro (5,4%) y al dólar (0,2%), mientras que se apreció respecto del real (4,2%). En términos reales y de acuerdo al Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), en el trimestre el peso se apreció 1,5%, mientras que en los últimos 12 meses acumula una depreciación del 3,7% (ver Gráfico VII.16).

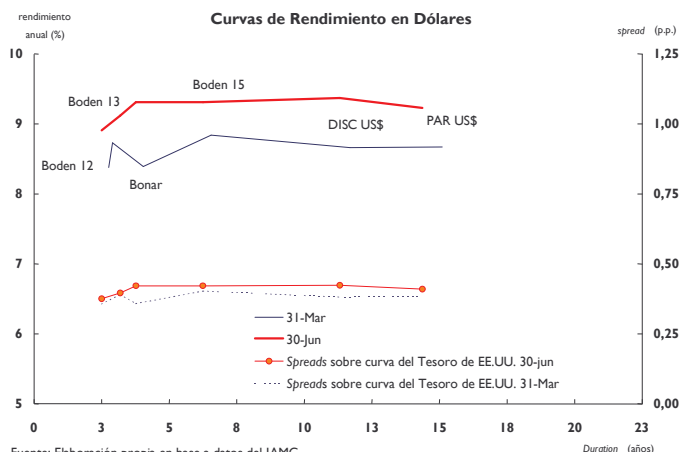
VII.5 Otros Activos

Los mercados de activos financieros se mostraron muy volátiles, tanto en los países desarrollados como en los emergentes (ver Apartado 1). Dentro de América latina, se destaca el caso de Argentina, donde el índice del Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) se contrajo 5%, mientras que el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de México lo hizo en 4,7%. El índice bursátil líder de Brasil, el de la Bolsa de Valores del Estado de San Pablo (Bovespa), se contrajo 3,5% y el Índice General del Precio de las Acciones (IGPA) de Chile cayó 2,7% en el trimestre. En contraste, se destaca la evolución del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL), de Perú, que continuó con la tendencia del año, incrementándose 14,3% (ver Gráfico VII.17).

Las curvas de rendimiento del mercado de deuda soberana, por su parte, se desplazaron levemente hacia mayores rendimientos en

Gráfico VII.18

Curvas de Rendimiento en Dólares



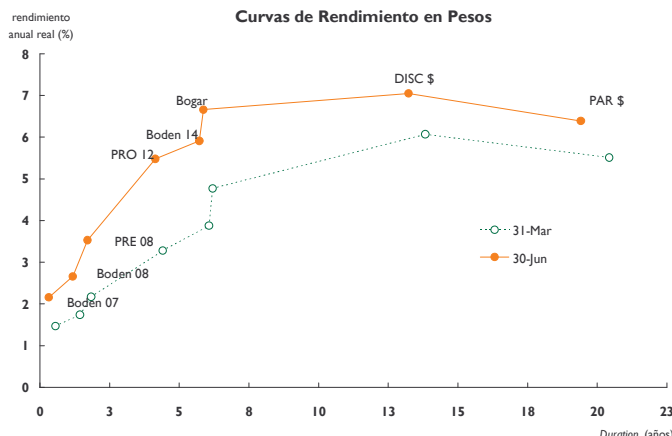
Fuente: Elaboración propia en base a datos del IAMC

todos los tramos, tanto debido al desplazamiento observado en la curva del Tesoro de EE.UU. como al incremento en los *spreads*. Para el caso del *Discount* (DISC) en dólares, el *spread* se incrementó en 42 puntos básicos (p.b.) mientras que el rendimiento del bono a 10 años del Tesoro de EE.UU. lo hizo en 30 p.b. (ver Gráfico VII.18). De esta forma, el rendimiento de dicho instrumento resultó de 9,37%, mientras que a fines de marzo el rendimiento era 8,66%. La curva de rendimientos indexada al Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) también se desplazó hacia mayores niveles, registrando el DISC en pesos un rendimiento real de 7,05% al final del trimestre, frente a 6,07% al final del segundo trimestre (ver Gráfico VII.19). Las Unidades Vinculadas al PIB (UVP) en dólares cayeron 12% frente al primer trimestre, mientras que para las denominadas en pesos la caída fue algo menor, registrando una baja de 4,5%.

Los volúmenes diarios operados se redujeron, tanto en el mercado bursátil como en el de deuda soberana. En particular, en este último el volumen operado diariamente en promedio fue de aproximadamente \$900 millones, inferior a los \$1.475 millones operados diariamente en el trimestre anterior. Asimismo, durante el trimestre se observó un incremento sostenido de los volúmenes transados de estos instrumentos. En el mercado bursátil, se operaron diariamente en promedio \$68 millones, mientras que en el trimestre anterior se habrían registrado operaciones diarias por \$76 millones.

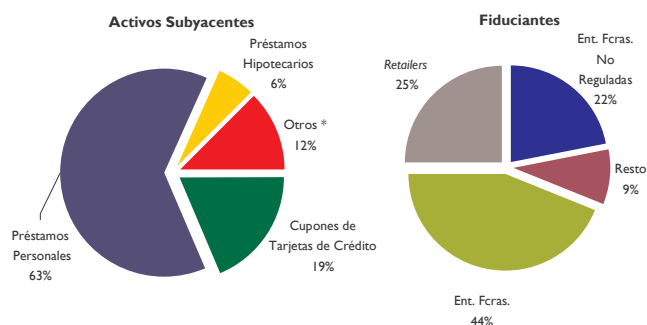
Gráfico VII.19

Curvas de Rendimiento en Pesos



Fuente: Elaboración propia en base a datos del IAMC

En el segundo trimestre de 2006, el Gobierno Nacional colocó deuda por un valor nominal de US\$1.227 millones, lo que implicó un financiamiento de US\$1.082 millones. La tasa promedio de colocación fue 8,24%, o un *spread* promedio de colocación de 331 p.b. sobre la curva de bonos del Tesoro de EE.UU.. En particular, se realizaron cuatro colocaciones, de las cuales sólo una se realizó en el mercado de capitales, mientras que las restantes correspondieron a suscripciones directas. La colocación en el mercado de capitales correspondió a un Bonar V, denominado en dólares, por un valor nominal de US\$500 millones a un rendimiento de 8,09%, lo que implicó un *spread* sobre la curva del Tesoro de EE.UU. de 338 p.b.. Las suscripciones directas ascendieron a US\$727 millones en valor nominal y correspondieron a Boden 12 denominado en dólares, que fueron colocados a un rendimiento de corte de 8,34% ó 327 p.b. sobre la curva de bonos del Tesoro de EE.UU. (ver Sección VI).

Gráfico VII.20
Fideicomisos Financieros
(emisiones del II-06)

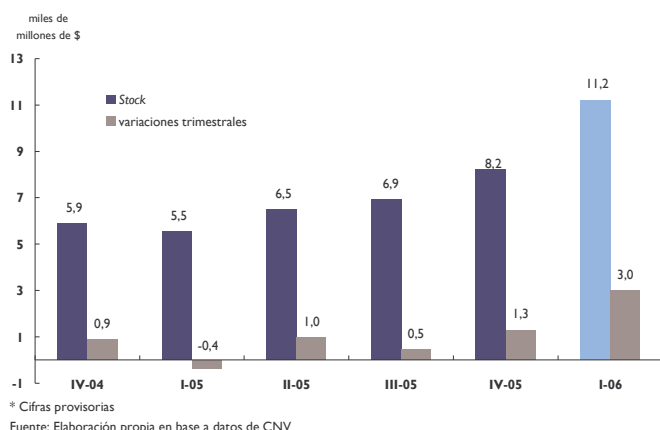
* Incluye créditos comerciales, contratos de leasing, flujos futuros y letras de cambio

Fuente: Elaboración propia en base a datos del CNV

Durante el segundo trimestre, la alta volatilidad del índice Merval y de los mercados emergentes, afectaron negativamente al patrimonio de los FCI de renta variable en pesos y de renta mixta, que cayeron \$1.448 millones y \$14 millones, respectivamente. Por su parte, los FCI de renta fija atrajeron nuevos suscriptores por \$87 millones por encontrarse atractivos los precios de los bonos de deuda local. En el caso de los fondos de *money market*, presentaron una disminución patrimonial de \$46 millones que comenzó en mayo, debido al retiro de fondos por parte de las empresas para afrontar el pago de impuestos y continuó en junio por el pago de aguinaldos.

Durante el segundo trimestre del año fueron colocados 43 Fideicomisos Financieros (FF) por un total de \$1.200 millones, monto que resultó más de 60% superior al de igual período del año anterior. El acumulado de colocaciones en los dos primeros

Gráfico VII.21
Activos Subyacentes de Fideicomisos Financieros

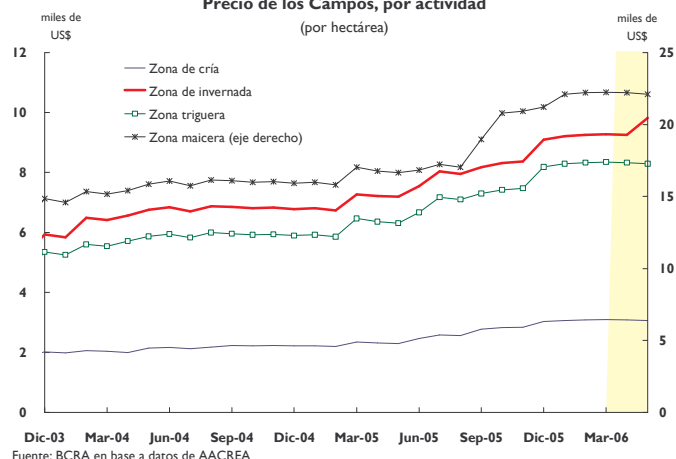


trimestres alcanzó aproximadamente a \$3.200 millones, casi el doble que el observado el año pasado.

Los activos subyacentes más importantes fueron las financiaciones al consumo. La securitización de préstamos personales y cupones de tarjetas de crédito explican más del 80% del total emitido en el trimestre (ver Gráfico VII.20). Otros activos (como créditos comerciales, letras de cambio, contratos de *leasing* y flujos de fondos futuros) concentraron, en conjunto, el 12% mientras que los préstamos hipotecarios el 6% del total. Las principales emisiones de fiduciarios estuvieron concentradas en las entidades financieras reguladas por el BCRA (44%), seguidos de los *retailers* (25%) y las entidades no reguladas (22%).

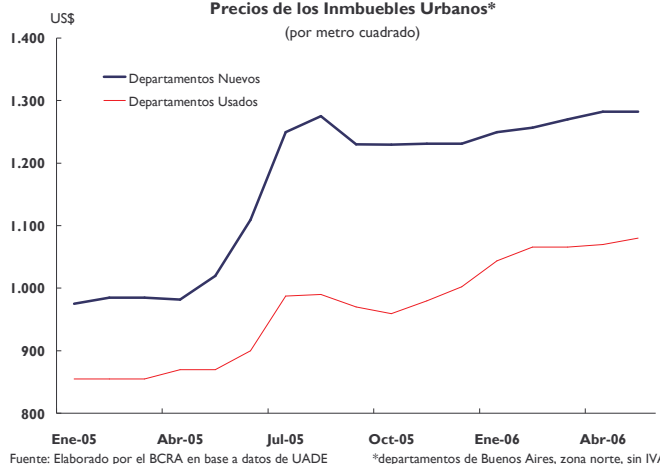
El stock de FF hacia fines del primer trimestre del año ascendió a \$11.200 millones, mayor en \$3.000 millones al del trimestre anterior (ver Gráfico VII.21). Ese incremento estuvo impulsado principalmente por la securitización de títulos públicos. El *stock* de FF (\$6.700 millones excluyendo aquellos que tienen títulos públicos como subyacente) representa el 12% del saldo de préstamos al Sector privado otorgados por bancos.

Gráfico VII.22
Precio de los Campos, por actividad
(por hectárea)



El mercado inmobiliario se mantuvo estable durante el bimestre abril - mayo. Este patrón se denota tanto en los inmuebles urbanos como en los rurales. Dentro de los inmuebles rurales se observa, sin embargo, un leve incremento registrado en los campos cuyo destino principal es la invernada (ver Gráfico VII.22). Esta observación es consistente con los desarrollos en el mercado de ganado en pie, en donde se deben cumplir las restricciones de pesos mínimos para la faena impuestas por el Gobierno. Las propiedades rurales con capacidad de otros usos se mantuvieron en los niveles observados en los meses anteriores. En el segmento de las propiedades urbanas, los precios del metro cuadrado registraron un leve incremento (ver Gráfico VII.23). El patrón fue muy similar entre viviendas nuevas y usadas, por lo que su precio relativo se mantuvo estable.

Gráfico VII.23
Precios de los Inmuebles Urbanos*
(por metro cuadrado)





VIII. INFLACIÓN

VIII.1 Síntesis

La inflación minorista continuó con la desaceleración iniciada al comienzo de 2006. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) se incrementó 4,9% en la primera mitad del año, cifra menor a la esperada por el mercado y a la suba registrada en igual período del año pasado (6,1%). Este comportamiento determinó una reducción en la tasa interanual (i.a.) desde el 12,3% registrado en diciembre pasado a 11% en junio.

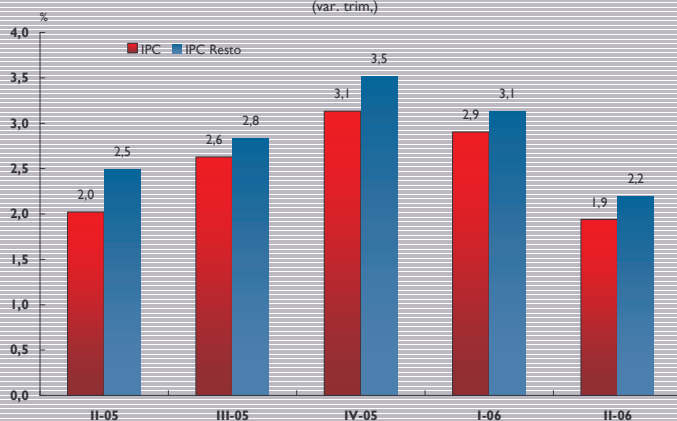
La baja en la inflación continuó impulsada por el IPC Resto (aproximación a la inflación subyacente), que en la primera mitad de 2006 descendió hasta 12,2% i.a. tras ubicarse en 14,2% i.a. a fines de 2005. La desaceleración en este subíndice se produjo por efecto de menores alzas tanto en los bienes como en los servicios que integran el indicador.

Los precios de los productos estacionales y/o volátiles continuaron subiendo a tasas más elevadas que las de otros componentes y acumularon en el primer semestre un alza de 6,9%. Esta situación estuvo determinada por incrementos generalizados en todos los componentes del índice que promediaron valores cercanos a 19% respecto a los precios de un año antes.

Los componentes del subíndice de bienes y servicios regulados y/o con alto componente impositivo continuaron con tasas de variación moderadas en el primer semestre (0,2% mensual, 1,3% i.a.), contribuyendo junto con el IPC Resto a mantener la inflación contenida.

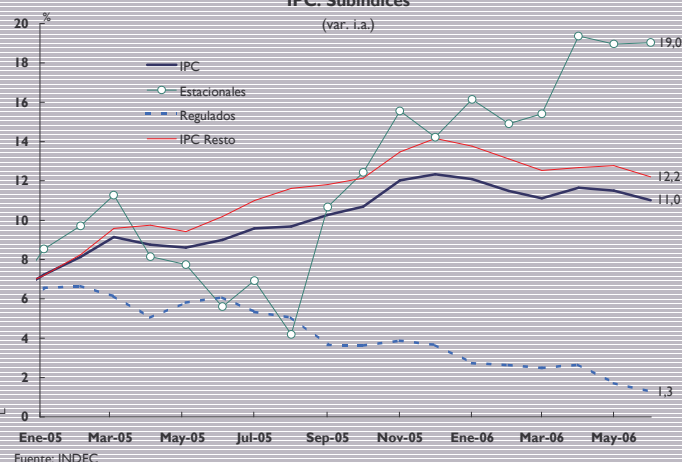
En este contexto, las expectativas de inflación anual para 2006 continuaron descendiendo de acuerdo a las cifras recopiladas en el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM), donde se registró una caída hasta 11,4% tras haber alcanzado un máximo de 13% en enero. La política monetaria continuará siendo consistente con lo estipulado en el Programa Monetario 2006 (PM 2006). La reducción de la inflación está vinculada a que las políticas fiscal y de ingresos, junto con la política monetaria, contribuyan a continuar disminuyendo las expectativas inflacionarias.

Gráfico VIII.1
IPC e IPC Resto
(var. trim.)



Fuente: INDEC

Gráfico VIII.2
IPC. Subíndices
(var. i.a.)



Fuente: INDEC

Cuadro VIII.1

IPC. Incidencia por Subíndice

(en %)

	Ponderación	Jun-06/Jun-05	Jun-06/ Dic-05			Jun-06/Mar-06		
			Var.	Var. mensualizada	Incendencia	Var.	Var. mensualizada	Incendencia
IPC	100,0	11,0	4,9	0,8	0,8	1,9	0,6	0,6
Estacionales	10,8	19,0	6,9	1,1	0,1	2,3	0,8	0,1
Regulados	15,7	1,3	1,3	0,2	0,0	0,5	0,2	0,0
IPC Resto	73,4	12,2	5,4	0,9	0,6	2,2	0,7	0,5
IPC Resto Servicios	28,3	16,7	8,3	1,3	0,4	3,8	1,2	0,4
IPC Resto Bienes	45,1	9,6	3,7	0,6	0,3	1,2	0,4	0,2
Carnes	9,2	10,4	-0,9	-0,1	0,0	-4,3	-1,5	-0,1
IPC Resto Bienes s/ Carnes	36,0	9,3	4,8	0,8	0,3	2,7	0,9	0,3
Productos lácteos	4,2	9,3	1,2	0,2	0,0	0,8	0,3	0,0
Medicina Prepaga	4,0	15,8	6,7	1,1	0,0	0,7	0,2	0,0
Colegios	2,3	21,6	15,5	2,4	0,1	2,3	0,8	0,0
Otros	53,7	12,1	6,9	1,1	0,6	3,6	1,2	0,6

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

VIII.2 Precios Minoristas

En el segundo trimestre de 2006 continuó la desaceleración en la inflación. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) acumuló una suba de 1,9% en el período que implicó un alza de 4,9% en la primera mitad de 2006. Estas cifras resultaron inferiores a las esperadas por el mercado y a las observadas en iguales períodos de 2005 (2% en el segundo trimestre y 6,1% en el primer semestre).

En junio, los precios al consumidor registraron un incremento de 11% interanual (i.a.) tras haber alcanzado 12,3% i.a. en diciembre pasado, situación que se reflejó en una reducción de las expectativas inflacionarias para el corriente año. De acuerdo a las proyecciones recopiladas por el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM), a comienzos de 2006 se esperaba que la variación de precios minoristas alcance en diciembre un valor de 13%, cifra que actualmente se ubica en 11,4% (ver Sección IX).

Un rasgo importante en la desaceleración de la suba de los precios minoristas fue que estuvo alentada por el IPC Resto (aproximación a la inflación subyacente), que acumuló un aumento de 5,4% en el primer semestre, frente a 7,2% de igual período del año pasado. Este comportamiento fue acompañado por las moderadas subas registradas en el componente regulado del IPC, que se incrementó 1,3% en lo que va del año contra 3,7% en igual lapso de 2005. Esto permitió amortiguar los incrementos más pronunciados en los productos estacionales, que se encarecieron 6,9% desde diciembre pasado, aumento superior al 2,6% acumulado un año atrás (ver Cuadro VIII.1).

Las menores tasas de inflación en el IPC Resto se dieron tanto en el componente de bienes como en el de servicios, aunque en ambos casos la mediana de las subas mensuales se mantiene en niveles elevados (ver Gráfico VIII.3). La moderación en la inflación estuvo altamente influida por la evolución del precio de la carne vacuna, ítem con una elevada importancia relativa en el índice que tras crecer 13,5% en el primer semestre de 2005, se contrajo 1,8% entre junio de 2006 y diciembre pasado. Esta baja se concentró en el segundo trimestre de 2006 y estuvo propiciada por la entrada en vigencia de un conjunto de medidas adoptadas por el Gobierno con impacto sobre toda esta cadena productiva, a lo que se sumó un efecto estacional que opera en esta época del año³³.

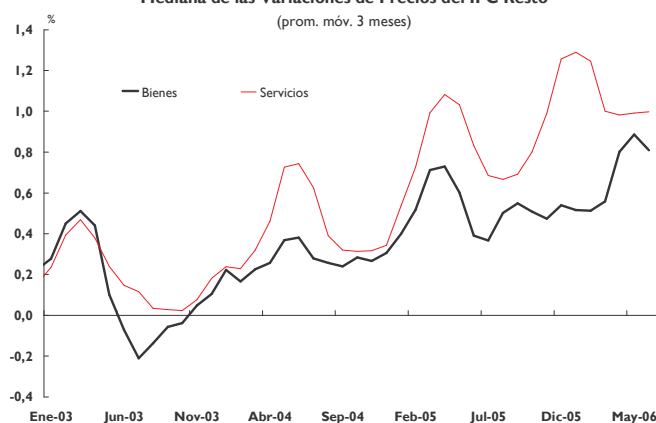
Asimismo, tras presentar una tendencia creciente desde finales del año pasado, el índice de difusión de los aumentos dentro del IPC Resto comenzó a descender a fines del trimestre. No obstante, este indicador se mantiene en valores elevados (ver Gráfico VIII.4).

Por su parte, el índice de bienes y servicios regulados o con alto componente impositivo (Regulados) se mantuvo contenido. La menor inflación en relación a la primera mitad del año pasado se explica por dos factores principales. En primer lugar, en 2005 impactó el Programa de Uso Racional de la Energía Eléctrica (PUREE)³⁴ que se aplicó desde mayo y determinó un encarecimiento de la tarifa de energía eléctrica de 19%, hecho que no se repitió en lo que va del año. El otro producto que marcó una

Gráfico VIII.3

Mediana de las Variaciones de Precios del IPC Resto

(prom. móv. 3 meses)

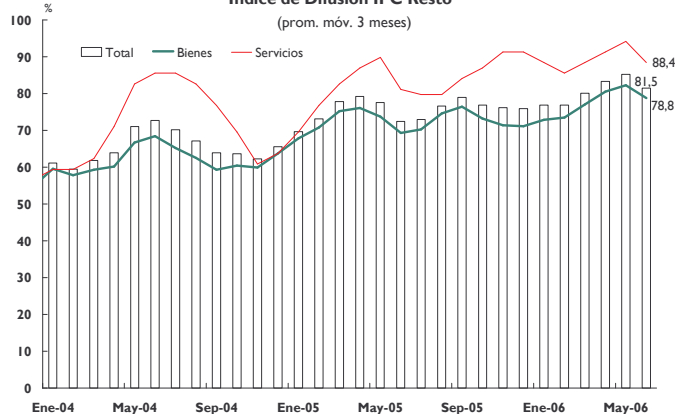


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico VIII.4

Índice de Difusión IPC Resto*

(prom. móv. 3 meses)



* Productos que suben de precio sobre el total de 143, que componen el IPC Resto

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

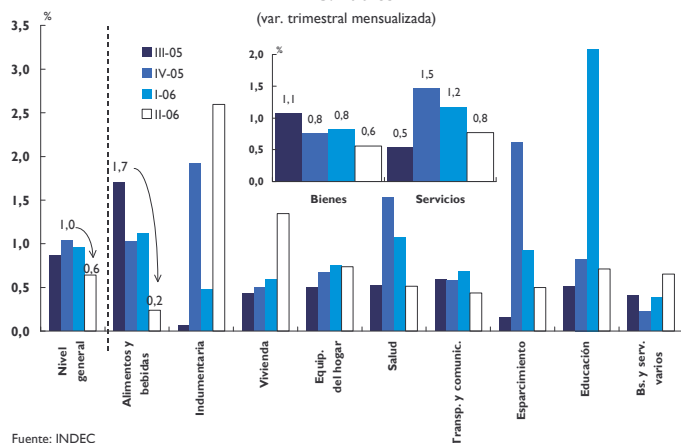
³³ En el segundo trimestre suele observarse una caída en los precios de toda la cadena cárnica. Esto está explicado por una mayor oferta de ganado en pie en los mercados ya que se busca optimizar el uso del suelo para alimentar a aquellos animales que ingresaron en el ciclo reproductivo.

³⁴ El PUREE no implica un aumento de tarifas *per se*, sino que es un esquema diseñado para incentivar el ahorro de energía de los sectores residenciales y pequeños usuarios que preveía cargos adicionales como castigo si esto no ocurría.

Gráfico VIII.5

IPC. Rubros

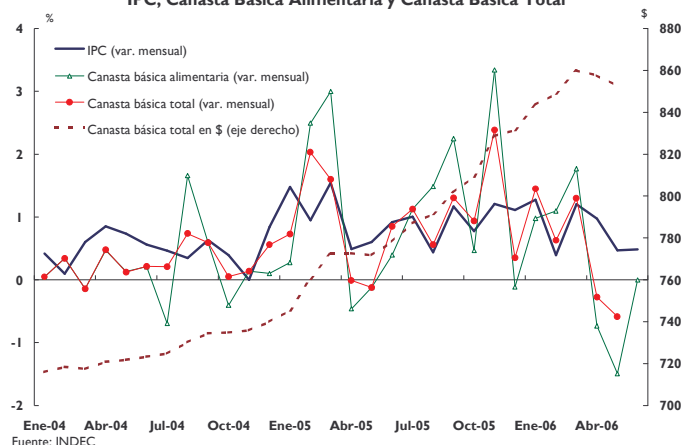
(var. trimestral mensualizada)



Fuente: INDEC

Gráfico VIII.6

IPC, Canasta Básica Alimentaria y Canasta Básica Total

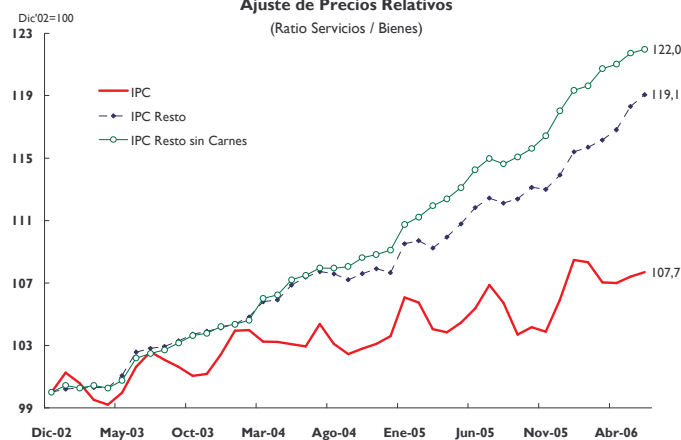


Fuente: INDEC

Gráfico VIII.7

Ajuste de Precios Relativos

(Ratio Servicios / Bienes)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

diferencia significativa fue Cigarrillos, que experimentó un aumento importante de precio en el primer trimestre de 2005, en el marco de un acuerdo entre el Gobierno y el sector que fijó el monto que debía tributar en los siguientes tres años. Tras el acuerdo, los precios de los cigarrillos se incrementaron 7,2%, aunque posteriormente se llevaron a cabo una serie de reducciones en respuesta a la caída en las ventas, dando lugar a que el nivel actual del rubro resulte 0,8% inferior al de un año atrás. El efecto conjunto de lo sucedido con la tarifa eléctrica y con los cigarrillos explica 0,35 puntos porcentuales (p.p.) de la diferencia entre el incremento acumulado por el IPC en el primer semestre de este año e igual período de 2005.

Los bienes y servicios agrupados en el subíndice Estacionales (aquellos con una marcada estacionalidad y/o volatilidad) acumularon en la primera mitad de 2006 un aumento de 6,9%. Esta mayor inflación estuvo determinada porque los aumentos resultaron más pronunciados que en períodos anteriores, mientras que los descensos posteriores no alcanzaron a compensar las alzas como en otras oportunidades. Lo anterior se reflejó en una aceleración en las tasas de variación interanuales de todos los productos del subíndice (Frutas, 18,5%; Verduras, 20,2%; Turismo, 19,1%; Indumentaria, 16,2%).

Considerando los diferentes rubros que componen el IPC, la principal causa de la desaceleración inflacionaria es explicada por Alimentos y bebidas (componente de mayor peso dentro del índice) donde se observa que la tasa de variación mensual descendió a 0,2% en el segundo trimestre, determinando que la suba interanual se ubique en junio en 13% contra 15,9% i.a. observado a comienzos del año. Como se comentara anteriormente, la caída en el precio de la carne vacuna a lo largo del segundo trimestre fue un factor determinante para este resultado, aunque otros productos que componen este rubro también redujeron sus precios (aceite, lácteos, etc.) y otros mostraron subas moderadas. Por otro lado, en el resto de los rubros no se aprecia una tendencia definida (ver Gráfico VIII.5).

La dinámica de los precios de los alimentos determinó que la Canasta Básica Alimentaria (CBA) acumule una suba de sólo 1,6% en la primera mitad del año, menor al 5,7% registrado un año antes. La evolución en el período fue muy dispar entre los trimestres ya que se acumuló un incremento de 3,9% en el primero, que fue compensado parcialmente por la caída de 2,2% del segundo (ver Gráfico VIII.6 y Sección IV).

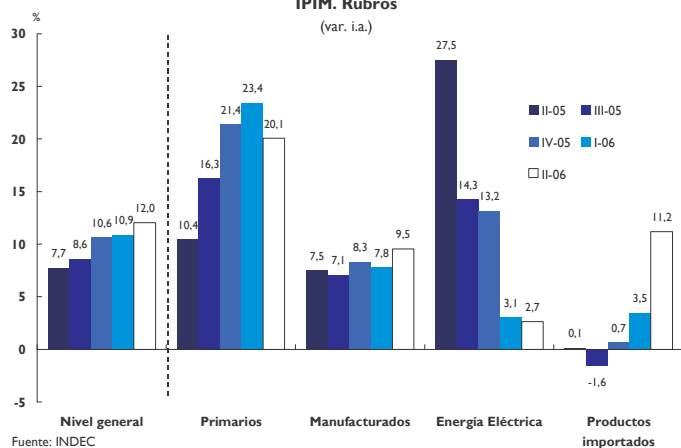
El ajuste en precios relativos a favor de los servicios sigue vigente, en un marco en el que la inflación en bienes continuó con la desaceleración iniciada en diciembre pasado. Por su parte, en los servicios también se sostuvo el proceso de menores subas de precios que comenzó en febrero. En este sentido, los bienes se encarecieron 4,2% en la primera mitad de 2006 contra 5,6% en el semestre previo. En el caso de los servicios, los precios se incrementaron 6% en los primeros meses de este año y 6,2% en los seis meses previos (ver Gráfico VIII.7).

Para el tercer trimestre se prevé que continúe la desaceleración en la inflación minorista, en un marco en el que el IPC Resto mantendría el ritmo de incremento mensual actual y los rubros regulados seguirían sin mostrar mayores cambios. Así, la variación interanual

Gráfico VIII.8

IPIM. Rubros

(var. i.a.)



del IPC continuaría descendiendo para ubicarse dentro del rango de inflación previsto en el Programa Monetario 2006 (PM 2006).

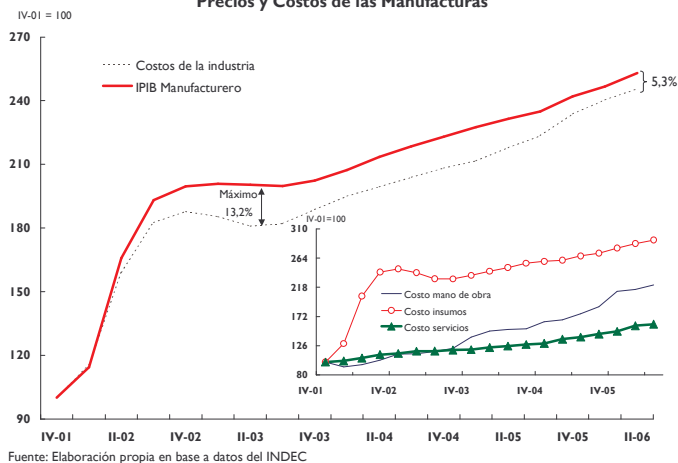
VIII.3 Precios Mayoristas

Los precios mayoristas medidos por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) aumentaron en torno a 0,9% mensualizado (12% i.a.) en el segundo trimestre, cifra superior a la registrada en los trimestres previos (ver Gráfico VIII.8).

Los precios de los Productos primarios redujeron su ritmo de crecimiento (0,6% promedio mensual en el trimestre; 20,1% i.a.), alentados principalmente por las caídas en los productos agropecuarios (-1,5% promedio mensual en el trimestre; 3,3% i.a.), que fueron mayormente impulsadas por los menores precios del ganado vacuno (-11% en el trimestre; -2,1% i.a.). Los incrementos en los precios del petróleo crudo y del gas natural (7,2% en el trimestre; 38,8% i.a.) continuaron en niveles históricamente elevados en términos nominales, compensando lo ocurrido con los productos agropecuarios.

Gráfico VIII.9

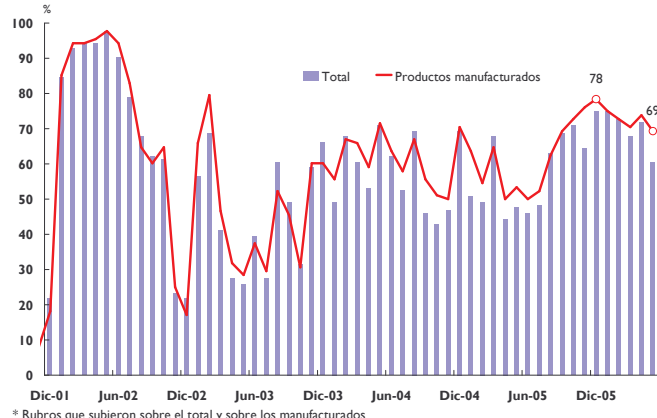
Precios y Costos de las Manufacturas



La conjunción de las medidas adoptadas por el Gobierno para limitar el encarecimiento de la carne vacuna, junto con la estacionalidad propia de los precios, lograron revertir las subas sectoriales acumuladas en el primer trimestre. De todos modos, persiste la aceleración de la inflación mayorista que se observaba desde comienzos de 2005, sustentada en las continuas alzas en las cotizaciones del petróleo y, en segundo lugar, en los precios de carne vacuna.

El alza de los precios de los Productos manufacturados se ubicó en 0,9% mensual en el segundo trimestre (9,5% i.a. en junio). Esto implicó una aceleración en las variaciones mensuales, en un marco de suba de costos (ver Gráfico VIII.9).

No obstante, desde comienzos de año se puede distinguir una menor difusión de las subas de precios en los Productos manufacturados, que en el último mes del trimestre se mantuvo en torno a 70% tras alcanzar un máximo en diciembre pasado de 78%. Este comportamiento fue replicado por el total del IPIM, donde la proporción de los productos que aumentaron se mantuvo incluso por debajo de la verificada por las manufacturas (ver Gráfico VIII.10).

Gráfico VIII.10
Índice de Difusión IPIM*

A la menor difusión de los aumentos se agrega que la aceleración de los precios de los Productos manufacturados estuvo influenciada por algunas subas puntuales. En efecto, Maquinarias y equipos y Automotores, sectores donde hay un alto uso de metales, acumularon incrementos en sus precios muy superiores a los del resto de los productos industriales. Adicionalmente, los productos del IPIM más relacionados con el consumo de los hogares, como Alimentos y bebidas, Textiles y Muebles, registraron tasas de inflación a nivel mayorista de 0,4% en promedio, inferiores a las del conjunto de las manufacturas.

Como resultado de ese comportamiento, la relación entre el IPC Bienes y el IPIM Manufacturados, que funciona como una aproximación a la evolución del margen minorista, revirtió en los últimos meses el aumento alcanzado en el primer trimestre. No obstante, tanto los bienes del IPC como los productos

manufacturados mayoristas se encarecieron en promedio 0,7% mensual en lo que va del año, con lo cual la relación entre ambos índices se encontraría actualmente en el mismo nivel de fines de 2005 (ver Gráfico VIII.11).

De este modo, dada la menor difusión de los aumentos y el comportamiento errático del ratio entre el IPC Bienes y el IPIM de los Productos manufacturados, por el momento continuarían limitadas las presiones de una eventual recomposición de los márgenes minoristas por la incidencia de mayores costos.

El rubro Energía eléctrica presentó niveles de inflación relativamente bajos en el trimestre (2,7% i.a.), en tanto que los Productos importados verificaron una nueva aceleración, en parte explicada por la depreciación nominal del peso, en un contexto de subas de precios en algunos productos puntuales, fundamentalmente agrícolas. Esta mayor inflación comenzó a reflejarse con más fuerza en términos interanuales (1,6% promedio mensual entre junio y marzo; 11,2% i.a.), aunque no es suficiente por el momento para afectar a los precios mayoristas dada la baja ponderación que tienen los productos importados en el IPIM.

Para los próximos meses, la dinámica que presenten los Productos primarios continuará siendo determinante para la evolución del IPIM, tanto por su impacto directo en ese rubro como por los efectos indirectos que están provocando sobre los costos de algunos sectores manufactureros. Adicionalmente, la situación de los acuerdos de precios en algunos sectores productores de bienes y lo que ocurra con los costos salariales, incidirá sobre los precios mayoristas y, eventualmente, sobre los precios minoristas.

VIII.4 Costos de la Construcción

El Índice de Costos de la Construcción (ICC) continuó creciendo a un ritmo elevado, finalizando el segundo trimestre con un alza de 7,1% frente al trimestre anterior, en un contexto de una fuerte expansión en la actividad sectorial que repercute sobre todos los componentes del índice (ver Gráfico VIII.12).

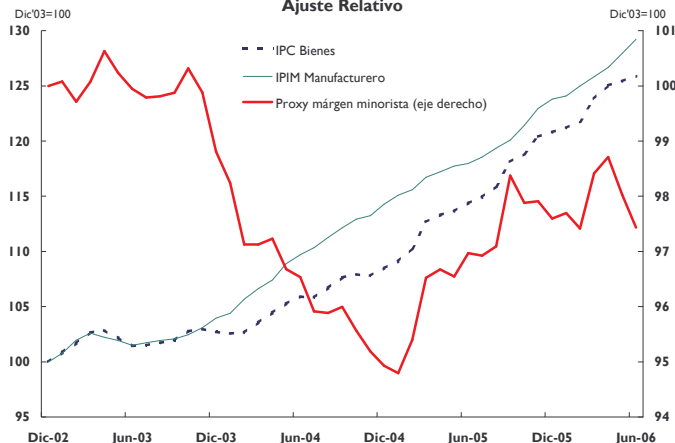
La suba de estos costos estuvo liderada por el encarecimiento de la Mano de obra (8,4% trimestral), seguido por los Materiales (6,3% en el período), en parte vinculado al alza de precios de ciertos productos básicos, y la suba en Gastos generales (4,1%).

En términos interanuales la dinámica del ICC replica el comportamiento observado el último trimestre, con el rubro Mano de obra (29,4% i.a.) creciendo por encima del Nivel general, en tanto que los Materiales (16,1% i.a.) y los Gastos generales (13,8% i.a.) mostraron alzas considerablemente menores.

La suba en los costos de Materiales continuó con la aceleración iniciada a mediados de 2005. Esto se debió a que se renovó el impulso en los incrementos en aquellos materiales que contienen una alta proporción de insumos transables y continuó el ajuste de los bienes que se mantenían más rezagados desde la salida de la crisis (Equipos para incendios, Aparatos de control eléctrico, entre otros).

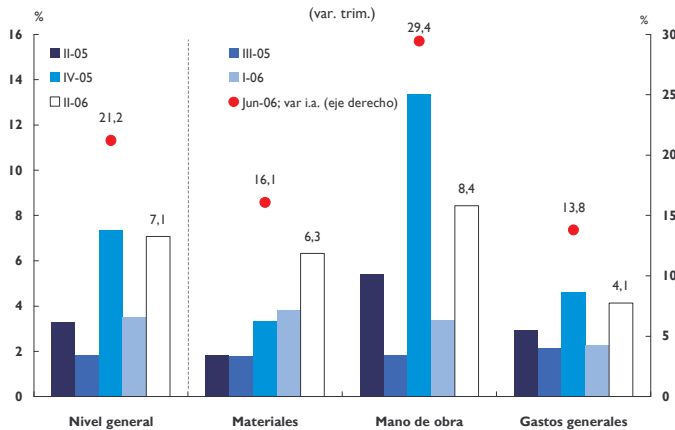
Como se esperaba en el **Informe de Inflación** anterior, el aumento en el costo de la Mano de obra de 8,8% imputado en el segundo

Gráfico VIII.11
Ajuste Relativo



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico VIII.12
ICC y Componentes
(var. trim.)



Fuente: INDEC

trimestre superó el registro de igual período de 2005 (5,4%) y del primer trimestre de 2006 (3,4%). Esta situación estuvo determinada por la negociación colectiva del sector, reforzada por la persistente demanda de trabajadores, en un marco de sostenido crecimiento de la actividad de la construcción, que hoy no presenta signos de interrupción en su tendencia (ver Gráfico VIII.13 y Sección III).

Por su parte, la suba trimestral de 4,1% en los Gastos generales se mantuvo entre las más elevadas desde el inicio del ciclo expansivo en la construcción, acompañando la evolución de la actividad sectorial.

VIII.5 Salarios

La concertación de numerosos acuerdos entre los sindicatos y las empresas continuaron impulsando en el trimestre la trayectoria de las remuneraciones. En este marco, entre marzo y junio la suba de los salarios nominales sería superior a la inflación, permitiendo una nueva mejora del poder adquisitivo de la población (ver Gráfico VIII.14 y Sección IV).

En particular, el alza promedio estipulada en los convenios fue similar para todos los sectores y se situó en torno a 19% para todo 2006 (ver Apartado 3). El aumento otorgado fue inferior a las demandas sindicales, aunque se ubicó en un valor dentro del rango esperado por el Gobierno para poder contener las expectativas inflacionarias. Además, en gran parte de las negociaciones se acordó que las subas sean escalonadas hasta fin de año, hecho que suaviza su impacto sobre los costos empresariales y por ende permite que un eventual traslado a precios se realice de forma más moderada. Igualmente, las empresas no necesariamente trasladarían el efecto de los mayores costos de producción a los precios de los bienes finales, dado que en algunos casos la suba podría ser compensada con aumentos de productividad o niveles de rentabilidad menores.

En el caso de los salarios de los empleados del Sector público, se acordó un alza similar a la de las remuneraciones privadas formales, desdoblada entre junio y agosto. De esta forma, los salarios públicos nacionales recibirían la segunda suba generalizada desde 2001, acumulando un incremento nominal cercano a 45%, inferior al promedio de la economía. De todos modos, no se descarta que en los próximos meses continúe el proceso de recomposición salarial de otros segmentos del Sector público.

Por su parte, luego de liderar el alza de los salarios en el primer trimestre, los ingresos del sector asalariado informal también exhibirían una suba nominal en el segundo trimestre, aunque de menor cuantía. El menor ritmo de crecimiento de los salarios estaría relacionado tanto con el incremento de la oferta laboral, como por un mayor desempleo en este segmento.

Gráfico VIII.13
Salarios y Empleo en la Construcción

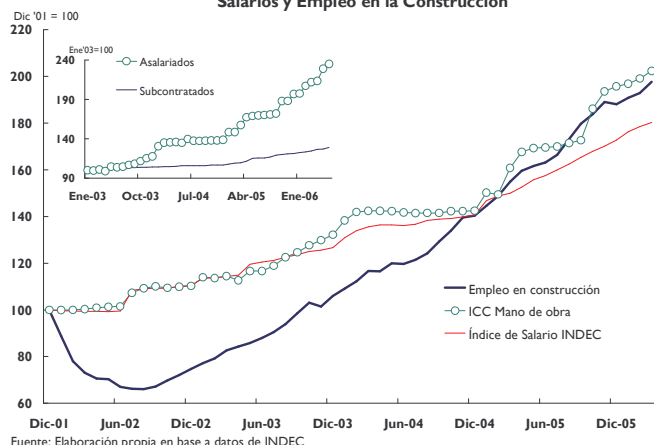
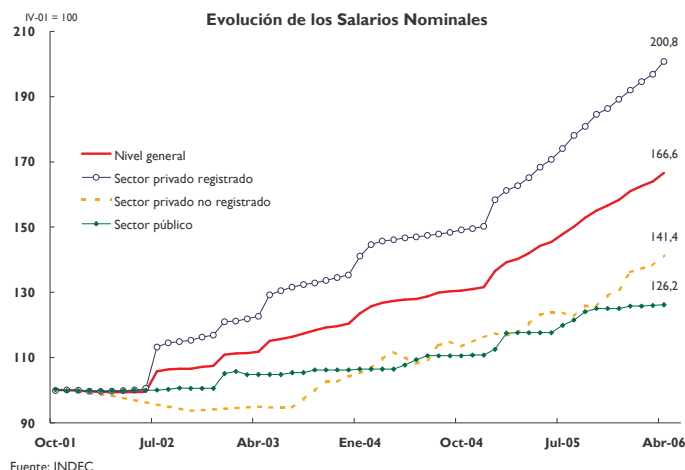


Gráfico VIII.14
Evolución de los Salarios Nominales



IX. RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO (REM)

IX.1 Síntesis

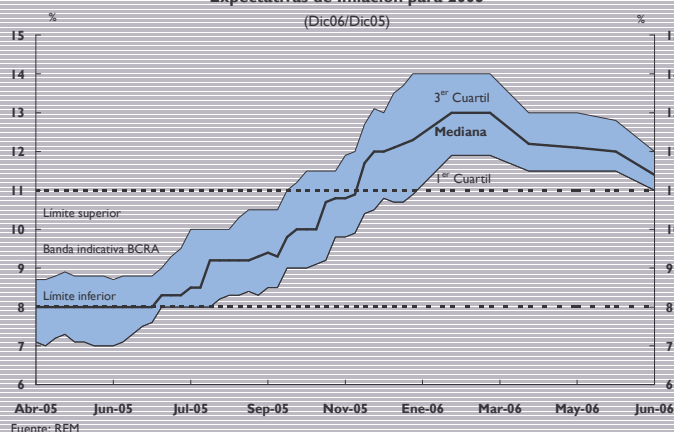
Las expectativas de inflación continuaron reduciéndose a lo largo del trimestre. La mediana de la inflación esperada para 2006 se ubica en 11,4%, 1,6 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del máximo alcanzado en enero de 2006. Además, el desvío estándar de los pronósticos se sitúa en 0,9%, reflejando un mayor consenso entre los participantes del REM acerca del comportamiento de los precios minoristas durante el año. También se redujeron las expectativas de inflación para los próximos doce meses y la mediana de inflación esperada hasta mayo de 2007 se ubica en 11,5% interanual (i.a.).

Por su parte, las previsiones de crecimiento real de la economía siguieron subiendo y el REM espera que el PIB crezca 7,8% en 2006. Este aumento fue impulsado principalmente por una nueva suba en las proyecciones de crecimiento de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) y del Consumo, cuyas medianas se ubican en 17,3% y 6,7%, respectivamente.

El REM comenzó a relevar las expectativas para 2007 y se mantienen las perspectivas positivas sobre el desempeño de la economía. Según el REM, la inflación del próximo año alcanzaría 11,5%, en tanto que la mediana de los pronósticos de crecimiento del PIB se ubica en 6%.

Gráfico IX.1

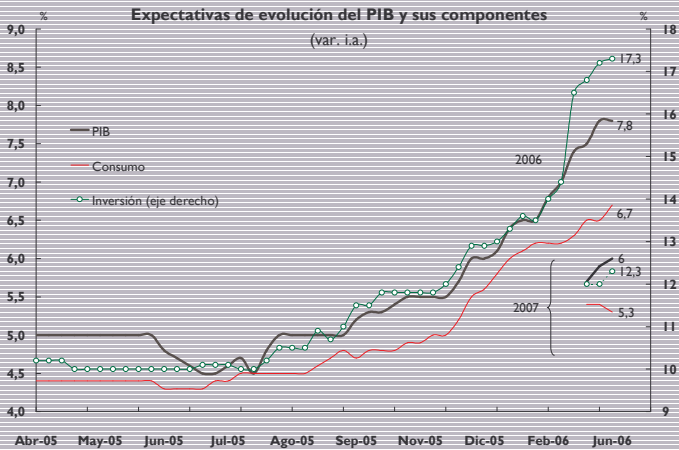
Expectativas de Inflación para 2006
(Dic06/Dic05)



Fuente: REM

Gráfico IX.2

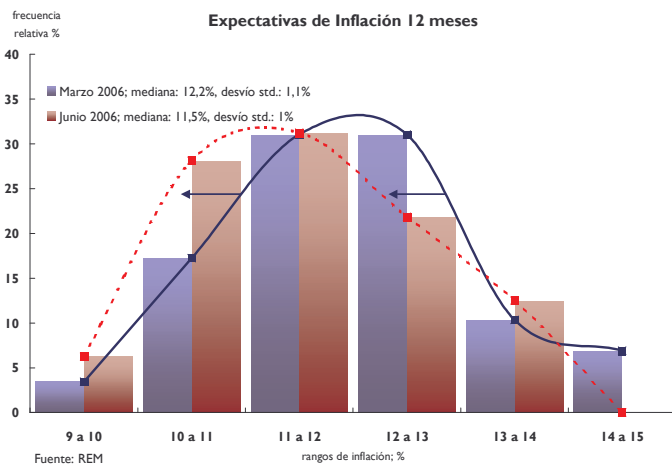
Expectativas de evolución del PIB y sus componentes
(var. i.a.)



Fuente: REM

Gráfico IX.3

Expectativas de Inflación 12 meses



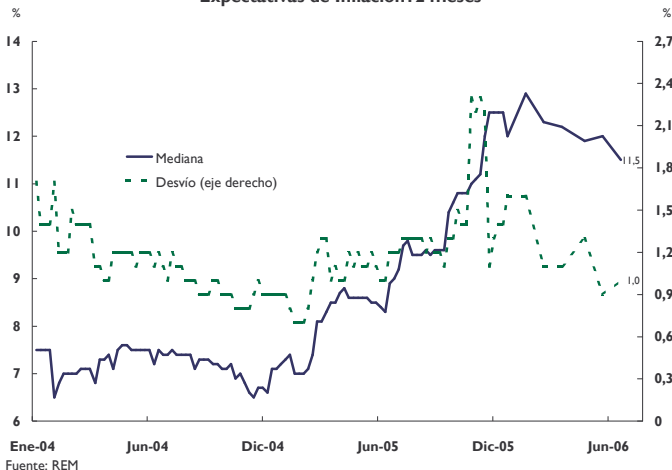
IX.2 Evolución y Principales Resultados

Las expectativas de inflación para 2006 cayeron en el segundo trimestre del año, de acuerdo con el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). La mediana de la inflación (Dic06/Dic05) disminuyó a 11,4%, 0,8 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del nivel proyectado en el **Informe de Inflación** anterior y 0,4 p.p. por encima del límite superior del Programa Monetario 2006 (PM 2006). Durante el trimestre se redujo 0,4 p.p. el desvío estándar de estas estimaciones, que se sitúa en 0,9% producto de la disminución en el horizonte de pronóstico (ver Gráfico IX.1).

La inflación para el segundo semestre de 2006, implícita en las proyecciones, es 6%. Para los próximos doce meses (hasta mayo de 2007), la mediana del REM disminuyó 0,7 p.p. y se ubica en 11,5%, en tanto que el desvío estándar cayó 0,1 p.p. a 1% reflejando un mayor consenso acerca del comportamiento de los precios minoristas. La expectativa de inflación para 2007 se ubica en 11,5% (ver Gráficos IX.3 y IX.4).

Gráfico IX.4

Expectativas de Inflación 12 meses

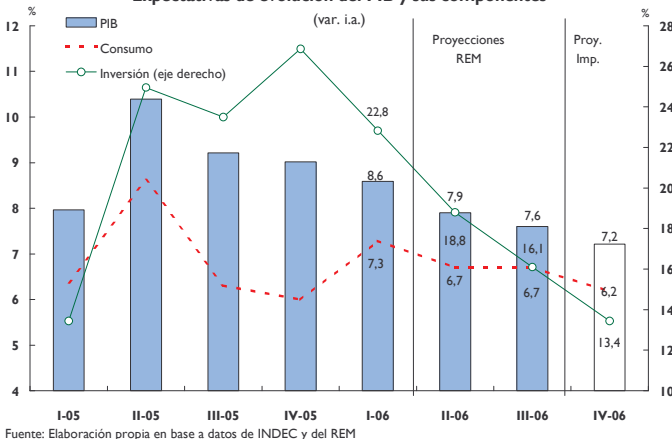


La mediana de las proyecciones del Índice de Salarios aumentó 0,9 p.p. y se espera, de acuerdo con el REM, un crecimiento nominal de los salarios de 16,9% durante 2006. Considerando la inflación esperada, este aumento representaría un incremento de 4,9% en el salario real, 1,6 p.p. por sobre la estimación difundida en el último **Informe de Inflación**. Por su parte, la previsión para la Tasa de Desocupación se mantuvo constante y el desempleo a fin de año alcanzaría 9,3% de la Población Económicamente Activa (PEA). Para 2007, el REM espera un aumento de 15,5% en el Índice de Salarios (3,6% del salario real) y una disminución de la Tasa de Desocupación a 8,5% de la PEA.

Las previsiones sobre la evolución del nivel de actividad económica para 2006 aumentaron nuevamente. De acuerdo con el REM, se espera que el crecimiento real de la economía alcance a 7,8% en 2006, 0,4 p.p. por encima de la estimación del trimestre anterior. Este mayor crecimiento esperado del PIB estaría impulsado por la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) y por el Consumo³⁵, cuyas medianas subieron a lo largo del trimestre 0,8 p.p. y 0,4 p.p. y se ubican en 17,3% y 6,7%, respectivamente (ver Gráfico IX.2).

Gráfico IX.5

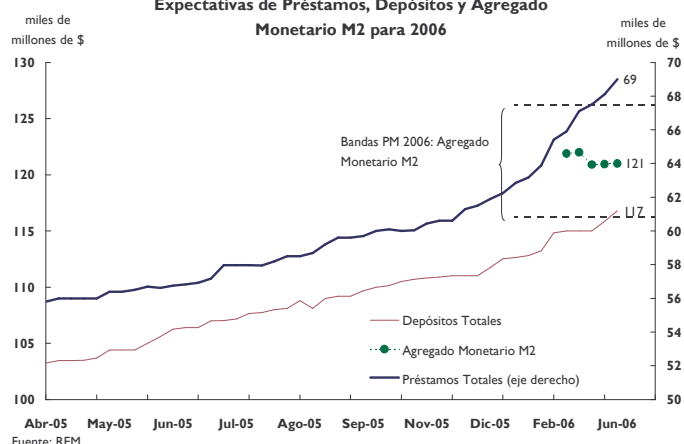
Expectativas de evolución del PIB y sus componentes



Durante junio de 2006 se conoció el PIB correspondiente al primer trimestre de 2006. Por lo tanto, comenzó a relevarse el tercer trimestre, en tanto que la estimación implícita para el cuarto puede deducirse del pronóstico de crecimiento promedio anual. La mediana para el segundo trimestre alcanzó 7,9% interanual (i.a.), mientras que para los trimestres siguientes, el REM espera una paulatina reducción de las tasas interanuales de crecimiento. El PIB crecería 7,6% i.a. durante el tercer trimestre y 7,2% i.a. durante el cuarto (implícito). En términos desestacionalizados (s.e.), luego de alcanzar una tasa de crecimiento trimestral de 1,2% durante el primer trimestre, se espera que en los restantes trimestres de 2006 el PIB crezca 2% s.e. promedio. Por su parte, el pronóstico de crecimiento para 2007 (promedio 07/promedio 06) se ubica en 6% (ver Gráfico IX.5).

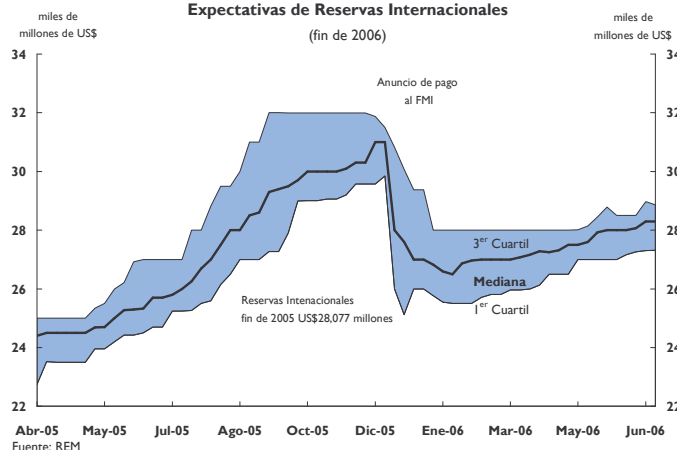
³⁵ El formato de la variable Consumo relevada por el REM se compone de la suma del Consumo Privado, el Consumo Público y la Discrepancia Estadística.

Gráfico IX.6
Expectativas de Préstamos, Depósitos y Agregado Monetario M2 para 2006



La mediana de las expectativas sobre el *stock* de Depósitos para fin de 2006 aumentó \$1.800 millones (1,6%) y se ubica en \$116.800 millones, en tanto que la previsión de Préstamos creció \$1.900 millones (2,8%), alcanzando \$69.000 millones. Asimismo, las estimaciones de Depósitos y Préstamos aumentaron 0,1 p.p. y 0,2 p.p. en relación con el pronóstico de PIB corriente, situándose en 18,3% y 10,8%, respectivamente. Por su parte, la mediana del Agregado Monetario M2 para diciembre de 2006 se ubica en \$121.000 millones, *stock* que se encuentra dentro de las bandas estipuladas en el Programa Monetario (\$116.265 millones–\$126.222 millones). Durante 2007, el REM espera una evolución similar de Depósitos y Préstamos, que aumentarían hasta alcanzar el 18,4% y el 11,5% del PIB, respectivamente. Por su parte, el Agregado Monetario M2 aumentaría 14,3% durante ese año, 2,2 p.p. por debajo del crecimiento esperado para 2006 (ver Gráfico IX.6).

Gráfico IX.7
Expectativas de Reservas Internacionales (fin de 2006)



La estimación de Recaudación Tributaria para 2006 aumentó \$825 millones y se ubica en \$143.200 millones, pero no se observan variaciones en relación con el PIB (22,5%). Por otra parte, la proyección de Resultado Primario disminuyó \$862 millones y se ubica en \$21.638 (3,4% del PIB), pero se mantiene sobre la previsión del Presupuesto (3,3% del PIB)³⁶. Las medianas de pronósticos para 2007 indican que la Recaudación y el Resultado Primario se mantendrían en niveles similares a los de 2006 (22,4% y 3,2% del PIB, respectivamente).

El Superávit esperado de la Balanza Comercial para 2006 aumentó US\$147 millones con respecto al **Informe de Inflación** anterior y se sitúa en US\$10.047 millones, mientras que para 2007 el mercado prevé un Superávit Comercial de US\$9.174 millones. Por su parte, las previsiones sobre el Saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos para 2006 y 2007 se ubican en US\$4.614 y US\$3.258 millones (2,3% y 1,4% del PIB), respectivamente.

Las expectativas de Reservas Internacionales para fin del corriente año crecieron US\$1.141 millones a lo largo del trimestre y la mediana asciende a US\$28.300 millones. De esta manera, el *stock* de Reservas se ubicaría por encima del alcanzado a fin de 2005, recuperándose el nivel previo al pago al Fondo Monetario Internacional (FMI). El REM espera que durante 2007 las Reservas Internacionales aumenten US\$ 4.261 millones hasta alcanzar US\$ 32.561 millones (ver Gráfico IX.7).

Por último, entre abril y junio se mantuvieron muy altos los niveles de participación, y el REM cuenta actualmente con 55 participantes habilitados para cargar estimaciones.

³⁶ En realidad, la comparación no es estrictamente correcta dado que la estimación incluida en el Presupuesto Nacional 2006 es en base devengado, mientras que el dato relevado por el REM es en base caja.



RESULTADOS DEL REM. JUNIO DE 2006

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2007-MAY			2006-MAY			2006-JUN			2006-JUL			2006-AGO			2006-ANL			2007-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 %	11,6	11,5	1,0																		
VARIABLES																					
Precios																					
IPC: var. mensual; en %							0,7	0,7	0,1	0,9	1,0	0,2				11,6	11,5	0,6	11,8	11,9	1,3
IPC: var. interanual implícita, en % ¹							11,3				11,3										
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)																11,5	11,4	0,9	11,6	11,5	1,8
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %	1,43	1,35	0,45	1,41	1,37	0,49										17,0	16,9	1,9	15,4	15,5	2,8
Monetarias y Financieras																					
Agregado Monetario M2 (\$): promedio mensual en mil. de \$				109.387	109.408	809				111.406	111.200	1.554				119.660	121.000	2.882	136.505	138.267	6.815
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mil. de \$				108.002	108.181	757				109.473	109.500	819				117.116	116.800	5.068	135.695	135.709	7.100
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mil. de \$				61.200	61.500	695				62.733	63.120	952				68.896	69.000	2.839	83.134	84.516	5.808
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %				6,5	6,5	0,2				6,7	6,7	0,2				7,3	7,2	1,1	8,4	8,1	1,4
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %										12,0	12,0	0,2				11,7	12,0	0,9	12,0	12,0	1,5
Tasa de Interés: Pases Pasivos en \$ a 7 días; en %				5,6	5,7	0,2				5,7	5,8	0,2				6,1	6,0	0,6	6,8	7,0	0,9
Tasa de Interés: BADLAR promedio mensual de bcos. priv. a 30 días en \$; en %				9,0	8,9	0,1				9,1	9,1	0,1				9,5	9,5	0,7	10,7	11,0	1,5
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$/US\$				3,08	3,08	0,01				3,08	3,08	0,01				3,1	3,1	0,0	3,21	3,20	0,08
Actividad Económica																					
EMAE: var. interanual; en %	7,5	7,5	0,8	7,9	8,0	0,6										7,6	7,7	0,6	5,9	6,0	0,7
EMI: var. interanual; en %				7,6	7,7	0,5				7,6	7,7	0,6				6,9	6,9	0,3	5,6	5,8	0,8
Sector Externo																					
Exportaciones; en mil. de us\$	4.032	4.013	191	3.791	3.796	152										44.057	44.147	740	47.990	47.500	2.089
Importaciones; en mil. de us\$	2.861	2.873	107	3.019	3.015	175										33.990	34.100	822	38.485	38.326	1.318
Fiscales																					
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$				13.320	13.574	756				12.102	12.200	689				142.006,0	143.200,0	47.110,0	163.802	165.250	7.561
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$				2.099	1.970	410				1.889	1.880	281				21.801	21.638	1.465	23.802	23.950	2.292

2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2006-TR2			2006-TR3			2006-ANL			2007-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
Actividad Económica												
PIB a precios constantes: variación interanual; en %	7,9	7,9	0,4	7,6	7,6	0,4	7,7	7,8	0,4	5,8	6,0	0,8
PIB a precios corrientes; en mil. de \$							635.788	637.699	11.862	733.182	737.500	30.852
Consumo Total a precios constantes: variación interanual; en %	6,8	6,7	0,7	6,7	6,7	0,4	6,7	6,7	0,6	5,4	5,3	0,7
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes: variación interanual; en %	19,3	18,8	5,6	16,7	16,1	3,0	17,2	17,3	2,3	12,8	12,3	3,7
Tasa de desocupación; en %	10,3	10,4	0,4	9,8	9,8	0,4	9,4	9,3	0,5	8,6	8,5	0,6
Sector Externo												
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	1.809	1.751	380	1.343	1.290	414	4.762	4.614	1.015	3.398	3.258	1.462
Monetarias y Financieras												
Reservas Internacionales: fin de período; en mil. de US\$	24.859	25.195	780	26.691	26.775	959	28.412,0	28.300,0	1846,0	32.581	32.561	3.108

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



GLOSARIO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

AACREA: Asociación Argentina de Consorcios Regionales de Experimentación Agrícola

acum.: acumulado

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AFJP: Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones

AIP: Aglomerados del Interior del País

ALADI: Asociación Latinoamericana de Integración

AT: Adelantos transitorios

AySA: Agua y Saneamientos Argentinos S.A.

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

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BJ: Banco de Japón

BM: Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA

Bocon: Bonos de Consolidación Nacional

Boden: Bonos del Estado Nacional

Bogar: Bono Garantizado

Bonar V: Bono de la Nación Argentina en dólares

Bovespa: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo

CBA: Canasta Básica Alimentaria

CBT: Canasta Básica Total

CC: Cuenta corriente

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFI: Coparticipación Federal de Impuestos

CIF: Cost of Insurance and Freight

CMN: Consejo Monetario Nacional (Brasil)

CNV: Comisión Nacional de Valores

Copom: Comité de Política Monetaria (Brasil)

CPAU: Consejo Profesional de Arquitectura y Urbanismo

DAX: Índice de referencia de la Bolsa de Frankfurt

DGA: Dirección General de Aduanas

DGI: Dirección General Impositiva

DISC: Bono Descuento

EE.UU.: Estados Unidos

Efvo: efectivo

EI: Encuesta Industrial

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI+: Emerging Markets Bond Index

EMI: Estimador Mensual Industrial

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

EPH continua: Nueva Encuesta Permanente de Hogares

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 EE.UU.

FF: Fideicomisos Financieros

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FOB: Free on Board

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

GBA: Gran Buenos Aires

GNC: Gas Natural Comprimido

Gto. prim.: Gasto primario

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IAPC: Índice Armonizado de Precios al Consumidor (zona Euro)

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Brasil)

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ICC: Índice del Costo de la Construcción

ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

IED: Inversión Extranjera Directa

IGBVL: Índice General de la Bolsa de Valores de Lima

IGPA: Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago

IHH: Índice de Herfindahl-Hirschman

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

IPC: Índice de Precios al Consumidor

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

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)



IPEAD : Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada	PP : Productos Primarios
IPIB : Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor	PRE : BOCON Previsional
IPIM : Índice de Precios Internos al Por Mayor	PRO : Bocon Proveedores
IPMP : Índice de Precios de las Materias Primas	Prom. : Promedio
IRD : Inversión Real Directa	Prom. móv. : Promedio móvil
ISAC : Índice Sintético de Actividad de la Construcción	PUREE : Programa de Uso Racional de la Energía Eléctrica
ISE : Istanbul Stock Exchange	PyMEs : Pequeñas y Medianas Empresas
ISSP : Indicador Sintético de Servicios Públicos	REM : Relevamiento de Expectativas de Mercado
ITCRM : Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	Repo : Tasa sobre pases activos del Banco de Inglaterra, utilizada como tasa de interés de referencia
IVA DGA : Impuesto al Valor Agregado por la DGA	Rofex : Rosario Futures Exchange (Mercado a término de Rosario)
IVA DGI : Impuesto al Valor Agregado recaudado por la DGI	s.e. : Serie sin estacionalidad
IVA : Impuesto al Valor Agregado	S&P : Standard and Poor's
Latam : Latinoamérica	SAGPyA : Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
LEBAC : Letras del Banco Central (Argentina)	Selic : Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)
LFCE : LatinFocus Consensus Forecast	SIJyP : Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
M2 : Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	SIOPEL : Sistema de Operaciones Electrónicas
M3 : Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$	SPNF : Sector Público Nacional no Financiero
MAE : Mercado Abierto Electrónico	SPP : Sector Público Provincial
MEC : Mercado Electrónico de Corredores	TGN : Tesorería General de la Nación
MERCOSUR : Mercado Común del Sur	TNA : Tasa nominal anual
Merval : Mercado de Valores de Buenos Aires	Tns : toneladas
Mexbol : Índice de precios y cotizaciones de la bolsa mexicana de valores	trim. : trimestral
MOA : Manufacturas de Origen Agropecuario	UADE : Universidad Argentina de la Empresa
MOI : Manufacturas de Origen Industrial	UCI : Utilización de la Capacidad Instalada
MRO : Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)	US\$/b : Dólares por barril
MSCI : Morgan Stanley Capital International	USDA : United States Department of Agriculture (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)
MTySS : Ministerio de Trabajo y Seguridad Social	UTDT : Universidad Torcuato Di Tella
NF : No Financiero	UVP : Unidades Vinculadas al PIB
NOBAC : Notas del Banco Central (Argentina)	var. : variación
O/N : Overnight	VE : Valor efectivo
p.b. : Puntos básicos	VN : Valor nominal
p.p. : Puntos porcentuales	WTI : West Texas Intermediate (petróleo de referencia en Argentina)
PAR : Bono Par	XN : Exportaciones Netas
PCE : Deflactor del Personal Consumption Expenditure	
PEA : Población Económicamente Activa	
PIB : Producto Interno Bruto	
PJyJH : Plan Jefas y Jefes de Hogar	
PM 2006 : Programa Monetario 2006	
PN-06 : Presupuesto Nacional 2006	
