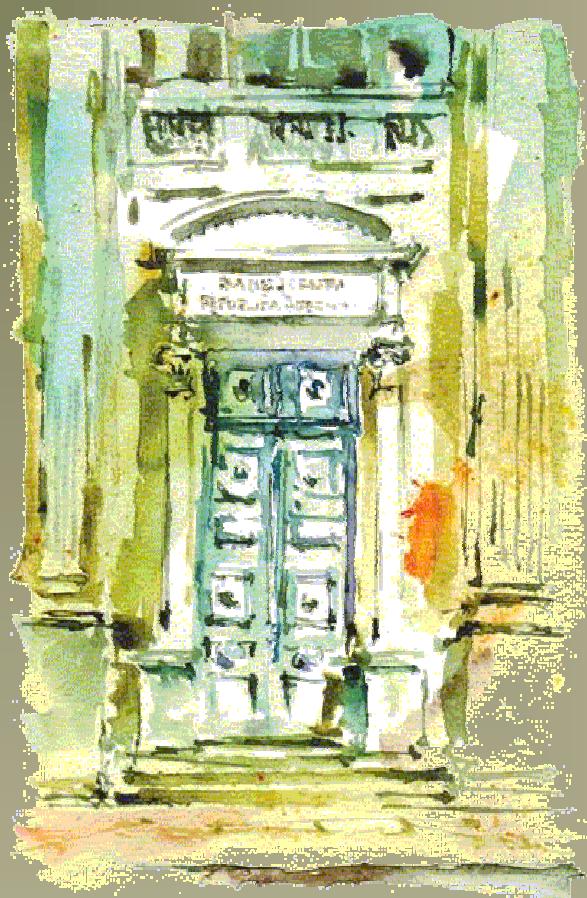


INFORME DE INFLACIÓN



Banco Central
de la República Argentina

Cuarto Trimestre de 2004



INFORME DE INFLACIÓN

**Banco Central
de la República Argentina**

Cuarto Trimestre de 2004

Banco Central de la República Argentina

Octubre 2004
ISSN: 1668-0561
Edición electrónica

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

El contenido de esta publicación puede
reproducirse libremente siempre que se cite
la fuente. Para comentarios, consultas o
suscripción a la versión on-line:
coyunturaeconomica@bcra.gov.ar



Prefacio

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

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

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

La fecha de cierre estadístico de este informe fue el 5 de octubre, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de septiembre de 2004. La próxima publicación del Informe de Inflación, correspondiente al primer trimestre de 2005, será el 19 de enero a través de internet.

Buenos Aires, 20 de octubre de 2004



Índice

I.	Visión Institucional	7
II.	Contexto Internacional	11
	Apartado 1. <i>El ciclo de alza de las tasas de interés en las principales economías desarrolladas</i>	13
	Apartado 2. <i>Evolución del precio del petróleo y su impacto sobre Argentina</i>	19
III.	Actividad Económica	21
IV.	Empleo y Salarios	30
V.	Sector Externo	34
VI.	Finanzas Públicas	39
VII.	Política Monetaria y Mercado de Activos	45
	Apartado 3. <i>Hacia una mayor bancarización de la economía</i>	51
	Apartado 4. <i>Estructura de fondeo y crédito a largo plazo</i>	53
	Apartado 5. <i>El nivel óptimo de reservas internacionales</i>	61
VIII.	Inflación	63
	Apartado 6. <i>Medidas de inflación subyacente</i>	67
IX.	Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)	71
	Resultados del REM	74
	Glosario de Abreviaturas y Siglas	75



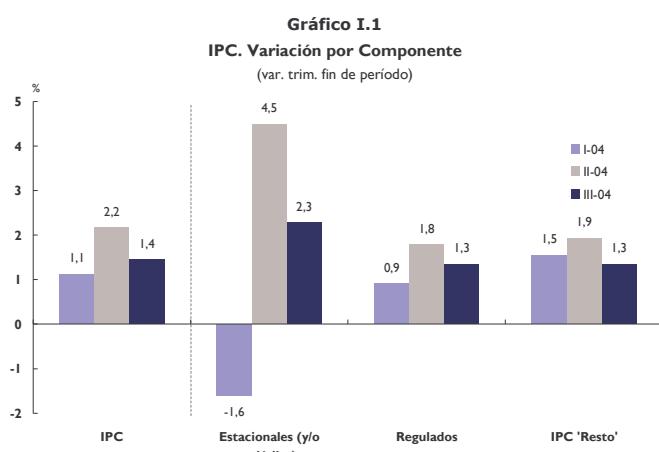
I. VISIÓN INSTITUCIONAL

La recuperación de la actividad económica observada durante el tercer trimestre, acompañada de una menor tasa de inflación, confirma el carácter transitorio de los factores que afectaron a la economía en el segundo trimestre. La evolución del ciclo económico es la consecuencia de una normalización de las variables macroeconómicas que se refleja en un ritmo de crecimiento menor, más acorde con una expansión sostenible en el largo plazo. En el mismo sentido, la trayectoria de los precios refleja una tendencia declinante de la incidencia de los ajustes de precios relativos en la tasa de inflación, que sin embargo continúan latentes en determinados sectores.

La actividad económica habría vuelto a crecer a tasas cercanas a 2% trimestral sin estacionalidad (s.e.) en el tercer trimestre, luego de expandirse sólo 0,5% s.e. un trimestre atrás. Los hechos coyunturales que afectaron la actividad durante el segundo trimestre no se repitieron durante el tercero. En particular, la presión fiscal efectiva retornó a niveles normales luego de la concentración de vencimientos en los meses de mayo y junio. A su vez las restricciones de energía que se presagiaban para el invierno finalmente no se materializaron.

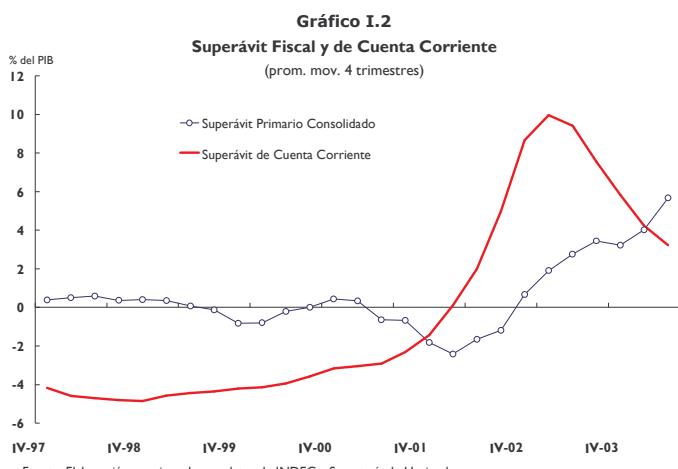
La mejora en las perspectivas del segundo semestre no es sólo función de la desaparición de los factores negativos comentados. El aumento en el ingreso de los sectores con mayor propensión a consumir, gestado en parte por algunas decisiones gubernamentales, y el impulso del crédito para consumo, que continúa recuperándose desde niveles muy bajos, estimularían el consumo privado. La inversión, por su parte, se vería favorecida por la reciente aprobación de la Ley de estímulo fiscal y el aumento del gasto público destinado a infraestructura. Adicionalmente, la incipiente recuperación del crédito de largo plazo y el avance en la reestructuración de los pasivos externos del sector privado constituyen un insumo esencial para la expansión del stock de capital, en un contexto en el que financiamiento con capital propio se reduce.

La evolución de los precios no ha deparado sorpresas. En línea con lo esperado, la inflación interanual a septiembre alcanzó 5,9%. El trimestre, sin embargo, mostró una desaceleración en la tasa de crecimiento de los precios relevantes de la economía. En un contexto caracterizado por la casi inexistencia de ajustes de precios administrados y una moderada tendencia alcista en algunos precios muy volátiles, el IPC registró una variación trimestral de 1,4% en el tercer trimestre contra 2,2% del segundo. En el tercer trimestre, los precios administrados aumentaron 1,3%, al reflejar en gran medida el arrastre estadístico originado por el aumento en el precio de los cigarrillos a fines de junio. Aquellos precios de carácter más volátil y con fuerte componente estacional, como las frutas y verduras, registraron una fuerte desaceleración, aumentando 2,3% (frente a 4,5% en el segundo trimestre). Sin ajustes significativos de precios relativos, el resto de los bienes y servicios que integran el IPC registraron una variación de 1,3% en el trimestre, que estaría indicando que la inflación subyacente anualizada se ubica alrededor de 5%.



En lo que resta del año, se espera una acotada presión por recomposición de márgenes tanto minoristas como mayoristas, compensada en parte por la tendencia declinante en el precio de las materias primas (con la clara excepción del precio del petróleo), en tanto los precios administrados se mantendrían estables. De esta manera la tasa de inflación acumulada para 2004 se ubicaría por debajo de 6,5%, con una inflación subyacente un tanto inferior (ver Apartado 6). Para 2005 se espera un comportamiento relativamente similar de la inflación subyacente, aunque se podría contemplar entre 1 y 2 puntos porcentuales (p.p.) adicionales por ajustes de precios administrados.

La anatomía del ciclo económico indica una importante desaceleración del consumo en el segundo trimestre, con una expansión de 0,6% s.e. respecto al primero, en tanto que la inversión mostró similar comportamiento cualitativo, con un menor incremento tanto en construcción como en maquinarias y equipos. Para el tercer trimestre los primeros indicadores muestran una recuperación tanto del consumo como de la inversión.



El sector externo continúa su proceso de normalización y muestra un importante superávit en cuenta corriente, aunque en descenso, y una significativa estabilización de la cuenta capital. El aumento de las importaciones, con bienes de capital y bienes de consumo liderando su crecimiento, más que compensó el dinamismo exportador. Fue así que se redujo el superávit de comercio casi 3 p.p. del PIB en lo que va de 2004, en un contexto de tipo de cambio real altamente competitivo. La Cuenta Financiera sin contabilizar los intereses impagos de la deuda en *default* (una aproximación al cálculo en “base caja”) todavía registra una leve salida neta de capitales que tiende a revertirse. La formación de activos externos del sector privado se stabilizó en niveles reducidos, pero está siendo compensada por el aumento del financiamiento comercial y de la Inversión Extranjera Directa (IED).

Las finanzas públicas continuaron afianzándose tanto a nivel nacional como provincial y se registró un superávit primario consolidado de 4,2% en el primer semestre. Este resultado permitió al Gobierno afrontar sus compromisos de deuda en situación regular, aún cuando no se recibieran los desembolsos previstos de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI).

Desde el punto de vista de la oferta, se observó un cambio en la contribución sectorial al crecimiento de la economía en relación a lo registrado en los dos años previos. Los sectores productores de servicios continuaron expandiéndose (aunque a tasas menores), mientras que los sectores productores de bienes, los más dinámicos desde la salida de la crisis de 2001, redujeron su impulso. En el segundo trimestre, se destacó la caída de la actividad industrial, el amesetamiento de la construcción y la menor producción del sector agrícola. Los datos provisорios del tercer trimestre muestran una importante recuperación de la industria y los servicios, mientras la construcción permanece en niveles similares.

La utilización de la capacidad instalada continúa en aumento aunque a un ritmo menor que el de la actividad económica. Esto se debe a que la expansión de la tasa de inversión de la economía, caracterizada por una elevada participación del capital reproductivo, amplía la frontera productiva que impulsa el producto

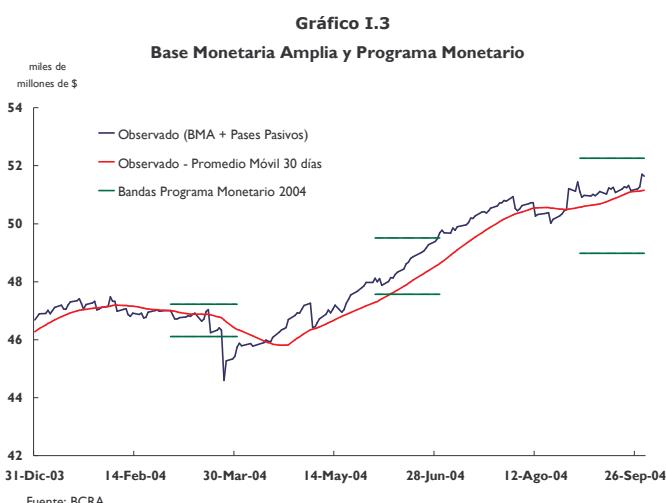
potencial, y posterga así el cierre de la brecha del producto. De esta forma, no se presentan aún cuellos de botella generalizados, aunque en algunos sectores como Refinación de Petróleo, Metálicas Básicas y Petroquímica ya se encuentran cerca del límite de su capacidad. El factor trabajo no constituye un obstáculo al crecimiento, si se tiene en cuenta que la tasa de desempleo se ubica en 14,8%. La economía continúa incorporando trabajadores a un ritmo elevado, consistente con una elasticidad empleo-producto cercana a 1. Se proyecta que la tasa de desempleo alcance aproximadamente 13% a fines de 2004 y continuaría su tendencia descendente en 2005.

El escenario internacional se mantiene favorable al país. Las tasas de interés permanecen en niveles reducidos, a pesar de las presiones al alza en la medida que se acelera la inflación mundial. Por su parte, los precios de las materias primas, si bien muestran una importante caída en relación a los valores del primer trimestre, todavía se ubican en niveles históricamente elevados. De este modo, el principal elemento de riesgo en el frente externo está dado por el impacto indirecto (dependiendo en gran medida de la reacción de la actividad económica en Brasil), que pueda tener sobre la economía el alza en los precios del petróleo y las tasas de interés internacionales (ver Apartados 1 y 2). En este contexto, el BCRA mantiene el pronóstico de crecimiento cercano a 8% para 2004. En 2005 el crecimiento estará en línea con las proyecciones incluidas en el Presupuesto Nacional, aunque con el arrastre estadístico que dejará 2004 se podría corregir hacia arriba.

Las variables monetarias evolucionan de acuerdo a lo pautado en el Programa Monetario, que muestra 5 trimestres de cumplimiento consecutivo. Durante el tercer trimestre el circulante en poder del público registró una suba de 12% interanual (i.a.), mientras que los medios de pago (M2) y los agregados monetarios más amplios (M3) aumentaron 37,3% y de 20,6% i.a. respectivamente. Este comportamiento es consecuencia del cambio en la composición de los agregados monetarios a favor de los depósitos a la vista, que se vino dando desde el primer trimestre del año como consecuencia del superávit fiscal y del impacto del impuesto a los créditos y débitos bancarios. La eliminación parcial de este impuesto induce a esperar una recuperación importante de los depósitos a plazo durante el cuarto trimestre, y contribuye al aumento de la bancarización (ver Apartado 3).

La dinámica de creación primaria de dinero se mantiene inalterada, con un sector público y un sistema financiero actuando como factores contractivos de la base monetaria, dejando por tanto (dada la política de profundización del mercado de instrumentos de deuda de largo plazo del BCRA) como principal factor de expansión al mercado de cambios. Esto redundó en una acumulación de reservas de US\$781 millones durante el tercer trimestre (ver Apartado 5).

La creación secundaria de dinero viene aumentando en los últimos trimestres de la mano de la paulatina recuperación del crédito bancario, que se expande a tasas anualizadas cercanas a 25%, pero concentrado en líneas de corto plazo (ligadas especialmente al financiamiento de consumo). No obstante, se observa un cierto alargamiento en los plazos de vencimiento de los préstamos. Esta dinámica es consecuencia de la mayor duración de los depósitos que paulatinamente se viene dando a partir del aumento del monto



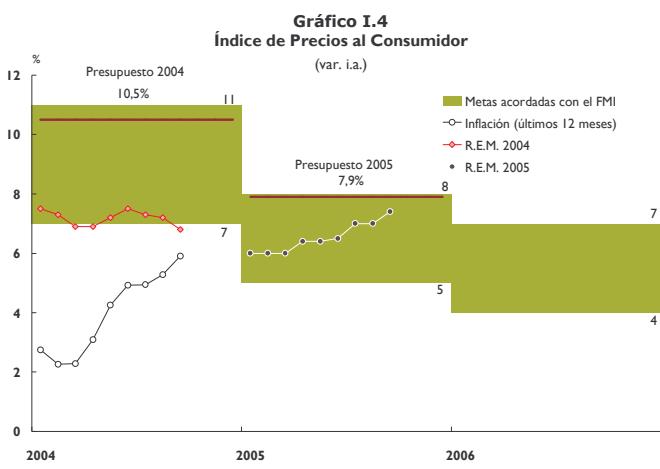
total de plazos fijos ajustados por CER. El comportamiento de las entidades financieras en el otorgamiento de crédito, que todavía representa un magro 8% del PIB, responde en parte a la estructura de fondeo que hoy posee el sistema financiero, muy concentrado en depósitos a la vista y con plazos promedio históricamente reducidos.

El BCRA está focalizando sus esfuerzos en el desarrollo y fomento de nuevos instrumentos, como obligaciones negociables ajustadas por diversos índices, securitización de carteras, depósitos a plazo negociables, depósitos con retribución variable y otros. Estos permitirían una estructura de fondeo del sistema financiero más acorde con el otorgamiento de líneas de crédito adecuadas para la consolidación de los niveles de inversión requeridos para alimentar un crecimiento sostenido de largo plazo (ver Apartado 4). El mercado monetario ha comenzado a mostrar también signos de maduración durante el tercer trimestre. El mercado de pases y de *call* registró significativos incrementos en el volumen negociado. Asimismo, el corredor de tasas sugerido por el BCRA en el mercado de pases se está transformando paulatinamente en un pivote de la estructura temporal de tasas de interés, condición absolutamente necesaria para migrar definitivamente la instrumentación de la política monetaria de metas cuantitativas a tasa de referencia.

El examen del ciclo económico sugiere que desde el punto de vista de la inflación, los factores de riesgo se concentran en una recuperación más acelerada que lo esperado en los márgenes de comercialización. Esto se da en especial en algunos segmentos de la industria manufacturera, en donde a nivel mayorista el incremento de precios duplicó el registrado en el segmento minorista. Es también un factor a seguir la presión alcista natural sobre los precios internos que genera la apertura de nuevos mercados internacionales (carne y lácteos), así como la evolución del precio internacional del petróleo y su eventual traslado a precios de los bienes finales. En el balance de riesgos no debe soslayarse la presión en sentido inverso que estarían ejerciendo en el corto plazo los precios de ciertas materias primas, en especial algunos metales, en un contexto de desaceleración de aumentos salariales y precios regulados estables.

Los niveles relativamente bajos de la inflación subyacente indican que es apropiado continuar con la postura de política monetaria corriente, sin perjuicio de que su tendencia creciente hacia el año entrante indique alguna corrección futura en el sesgo de esta política.

En cuanto a las expectativas de inflación, desde hace unas semanas los resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) proyectan para este año un aumento de los precios minoristas por debajo del límite inferior del rango comprometido por el BCRA (7%-11%), convalidando así nuestras proyecciones. Para el próximo año, en cambio, las expectativas se concentran dentro del rango objetivo. De estos resultados se desprende que, el consenso de mercado, que conoce la existencia de ajustes pendientes de precios relativos, le ha otorgado al BCRA su voto de confianza en el control de la tasa de inflación. Es por tanto obligación del BCRA convalidar estas expectativas a través del control de la inflación que, sin embargo, no descuide la recuperación de la actividad económica.





II. CONTEXTO INTERNACIONAL

II.1 Síntesis

El escenario internacional se mantiene favorable para Argentina y la economía global se expandiría alrededor de 5% en 2004. En el segundo trimestre se consolidó el crecimiento de Brasil, que crecería 4,5% en el año. En EE.UU., sin embargo, la desaceleración del consumo privado y el encarecimiento del petróleo provocaron una caída de la proyección de crecimiento para el año, que se ubica en 4,3%. El año próximo, el crecimiento global se desaceleraría levemente, pero igual se mantendría en niveles elevados (4,5%).

El alza del precio del petróleo ha provocado una aceleración de la inflación a nivel global. En Brasil podría acercarse al rango superior de la meta inflacionaria (8%). Los precios minoristas en EE.UU. subirían cerca de 2,5% en 2004 y la inflación subyacente se situaría en 2%. En 2005, la inflación global sería levemente superior, influida principalmente por Asia y en particular Japón, donde podría registrarse una variación positiva de los precios minoristas. Asimismo, continúa el proceso de elevación de las tasas de interés iniciado en los meses previos. En Estados Unidos, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) subió la tasa de los Fed Funds en agosto y septiembre, hasta 1,75% anual. En los próximos meses el Comité continuaría incrementando la tasa de interés de referencia de forma moderada, aunque la velocidad dependerá del resultado de los próximos indicadores de empleo e inflación. El Banco Central de Brasil (BCB) decidió elevar la Selic 0,25 puntos porcentuales (p.p.) en septiembre, hasta 16,25%. En 2005 los bancos centrales seguirían subiendo las tasas de interés en forma medida.

Luego del máximo de marzo pasado, el precio de las materias primas agrícolas ha comenzado a descender fuertemente. Esta caída podría continuar, pero aún así el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) se situaría bastante por encima del promedio de los últimos años. Los flujos de capitales privados hacia economías emergentes mostrarían un incremento respecto a 2003, suba que continuaría en 2005, a pesar del leve aumento de las tasas de interés en las economías centrales.

Con todo, el contexto internacional sigue siendo auspicioso para Argentina, contándose entre los factores de riesgo un descenso mayor al esperado en el precio de los productos primarios o un proceso de elevación de las tasas de interés más acelerado, aunque este último resultaría menos relevante en la actualidad. La evolución económica de China también podría ser considerada como un factor de riesgo adicional por el impacto que podría generar en el precio de las materias primas. Finalmente, el aumento del precio del petróleo también podría afectar a Argentina en la medida que impacte negativamente en el crecimiento económico global y particularmente de Brasil.

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

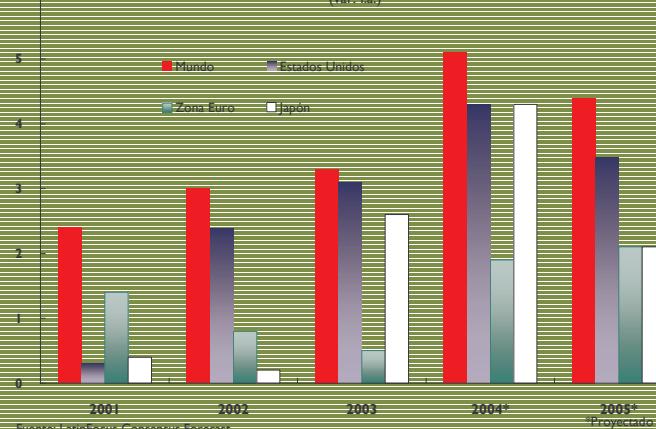
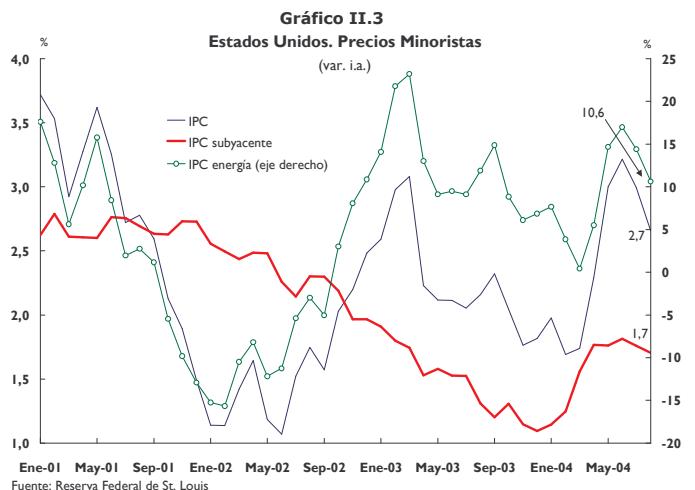


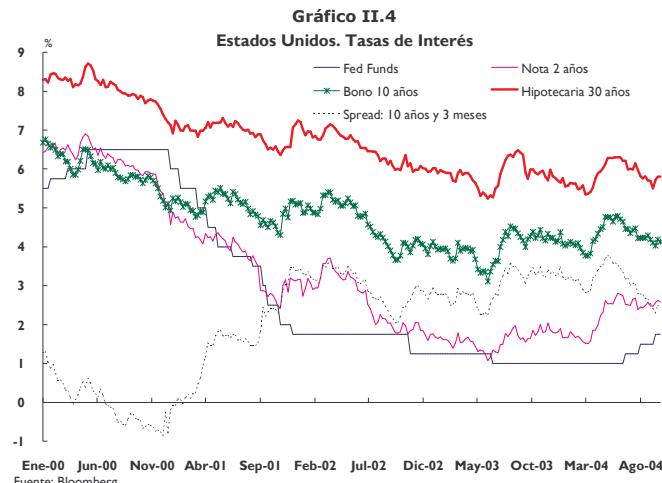
Gráfico II.2
Principales Tasas de Interés de Referencia





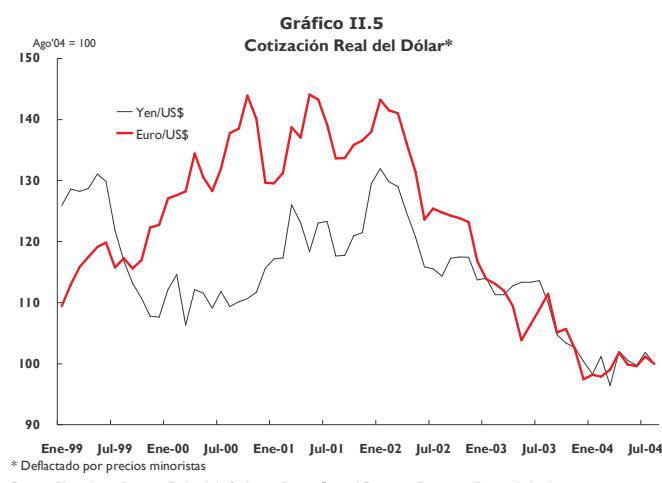
II.2 Estados Unidos

Luego de la fuerte expansión en el primer trimestre del año, la actividad económica estadounidense se desaceleró producto del menor crecimiento del consumo privado, pero recobraría dinamismo en la segunda mitad del año. En el segundo trimestre el PIB aumentó a una tasa anualizada de 3,3% luego de haberse incrementado 4,5% en los primeros tres meses. Según las estimaciones del mercado, la expansión del lapso julio-septiembre sería levemente superior y ya en el último trimestre podría igualar el desempeño del período enero-marzo. Así, la economía crecería 4,3% en 2004 y 3,5% el año próximo, de acuerdo a las estimaciones publicadas por *LatinFocus Consensus Forecast* (LFCF). A su vez, la generación de empleo promedio mensual del tercer trimestre fue de 103.000 puestos de trabajo, poco más de la mitad de lo observado en el primer semestre del año. En este escenario, la confianza de los consumidores, que está muy relacionada al comportamiento del mercado laboral, descendió 10 puntos entre agosto y septiembre luego de haber subido ininterrumpidamente entre febrero y julio.



La inflación minorista se desaceleró recientemente confirmando las expectativas del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), que había anticipado que el marcado aumento de los precios en el segundo trimestre era transitorio y respondía al encarecimiento del petróleo (ver Gráfico II.3). Dado que en las últimas semanas el valor del petróleo crudo en el mercado internacional alcanzó niveles muy elevados, se podría esperar un mayor aumento de los precios en los últimos meses de 2004 y el año finalizaría así con una inflación algo superior a 2,5% (según LFCF), mientras que la inflación subyacente se situaría en torno a 2%. En 2005 los precios minoristas mostrarían una variación similar a la del corriente año.

A pesar de la reciente disminución de la inflación y del menor dinamismo del nivel de actividad, el FOMC elevó 0,25 puntos porcentuales (p.p.) la tasa de los *Fed Funds* en sus reuniones de agosto y septiembre, llevándola hasta 1,75% anual. Se estima que el Comité habría iniciado un proceso de aumento de la tasa de interés de referencia que no se interrumpiría en el corto plazo y que, por ende, los *Fed Funds* finalizarían el año por encima de 2% anual, en la medida que los indicadores de empleo no sorprendan negativamente al FOMC. Sin embargo, los rendimientos de los bonos del Tesoro de largo plazo comenzaron a descender luego del encuentro del FOMC de junio. El mercado habría anticipado que la suba de la tasa de los *Fed Funds* sería moderada y que la Reserva Federal sería efectiva en controlar la inflación en el mediano y largo plazo (ver Gráfico II.4 y Apartado 1). También habría influido el importante nivel de compras de títulos de renta fija oficiales por parte de los bancos centrales asiáticos y particularmente por China. Por su parte, el tipo de cambio real entre el dólar y una canasta de monedas se mantuvo estable en los últimos meses, interrumpiendo la leve apreciación que había mostrado en el primer semestre de 2003 (ver Gráfico II.5). Finalmente, los déficits fiscal y de cuenta corriente, que este año volverían a alcanzar 5% y 4% del PIB respectivamente, siguen siendo factores de riesgo importantes para el desempeño de la economía de Estados Unidos. En este marco, el dólar podría sufrir una mayor depreciación en el mediano plazo para permitir una corrección del elevado déficit de la cuenta corriente.



Apartado 1. El ciclo de alza de las tasas de interés en las principales economías desarrolladas

En un contexto de fuerte recuperación económica y mayor inflación, los bancos centrales de las economías desarrolladas comenzaron un proceso de aumento de sus tasas de interés de referencia. El Banco de Inglaterra empezó a elevar la tasa *repo* en noviembre de 2003 y el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de Estados Unidos hizo lo propio con la tasa de los *Fed Funds* a partir de junio pasado. Este nuevo escenario podría provocar una desaceleración del crecimiento económico global que, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional¹, bajaría de 5% este año a 4,3% el año próximo, afectado también por el encarecimiento del petróleo crudo y su impacto en las economías avanzadas (ver Apartado 2). El menor crecimiento global podría impactar negativamente en el pujante sector exportador argentino, tanto por un menor crecimiento de las ventas externas como por la caída del precio de las materias primas que podría resultar de la menor demanda mundial.

El impacto directo de un incremento de las tasas de interés internacionales mayor o más rápido al esperado, podría ser más intenso sobre Brasil que sobre Argentina, aunque lo que le suceda a nuestro vecino tendría efectos colaterales sobre nuestro país. Si bien el *spread* de riesgo soberano brasileño se redujo vigorosamente en el último año y medio, en parte como consecuencia de los continuos esfuerzos del Gobierno por mejorar la situación fiscal, una suba de la tasa de interés internacional podría incrementar el diferencial de riesgo (tal como ocurrió en la primera mitad del año), reducir el flujo de capitales y provocar un menor crecimiento económico en un marco donde el Banco Central se vería obligado a seguir subiendo su tasa de interés de referencia. De esta forma, el menor aumento del gasto interno de Brasil afectaría las exportaciones argentinas, particularmente de Manufacturas de Origen Industrial (MOI).

Gráfico N° 1: Bonos Soberanos a 10 años

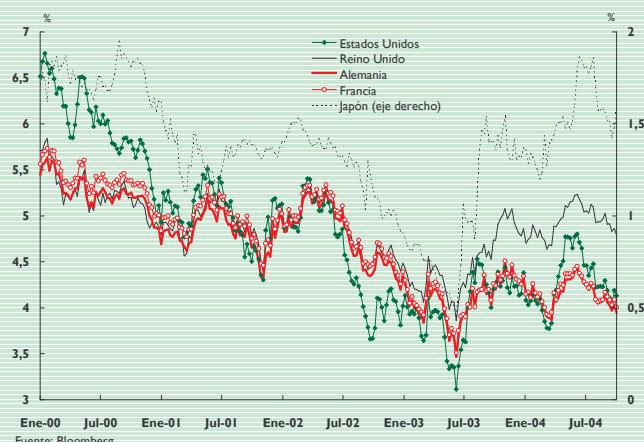
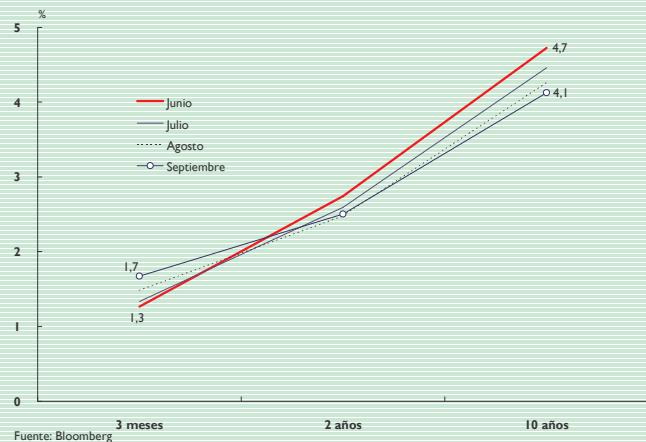


Gráfico N° 2: Estados Unidos. Curva de Rendimientos



A pesar de la suba de las tasas de corto plazo, los rendimientos de los bonos soberanos de largo plazo muestran una tendencia descendente desde mediados de junio pasado (ver Gráfico N° 1). La reducción de los rendimientos a mayor plazo responde a distintos factores como, por ejemplo, el alto nivel de compras de títulos por parte de los bancos centrales asiáticos. En el caso de Estados Unidos, otra causa relevante sería el importante grado de credibilidad de la Reserva Federal, dado que los inversores considerarían que con el aumento de tasas que ha iniciado la institución podrá controlar la inflación en el mediano plazo, sin necesidad de tener que elevar rápidamente la tasa de interés de referencia en el futuro. De esta forma, el diferencial de rendimiento con respecto a los bonos de corto plazo se ha reducido marcadamente en el último trimestre (ver Gráfico N° 2).

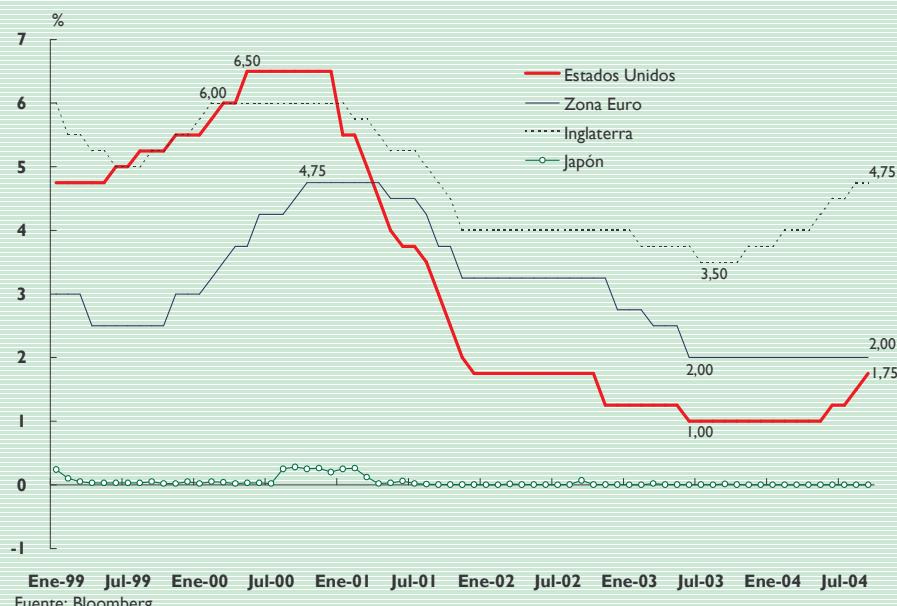
Además de los efectos indirectos, el cambio en las estructura de tasas de interés también podría afectar directamente a Argentina. *A priori*, considerando que el país posee una economía abierta, una suba de la tasa de interés internacional provocaría un alza de la tasa de interés interna. Sin embargo, dado el alto nivel actual del *spread* de riesgo soberano, que responde mayormente a cuestiones internas, un incremento de las tasas de interés internacionales tendría un efecto menor en el diferencial de riesgo argentino, reduciendo así el impacto directo sobre la economía del país. En efecto, en los últimos dos meses la reducción de las tasas de interés de largo plazo habría provocado una baja en el diferencial de rendimiento entre los bonos argentinos emitidos luego del *default* y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, a pesar de la suba de las tasas de más corto plazo. Asimismo, el tipo de cambio flexible vigente en Argentina también permitiría absorber *shocks* externos sin que se reflejen enteramente en el nivel de tasas internas de interés.

¹ World Economic Outlook, Septiembre de 2004.

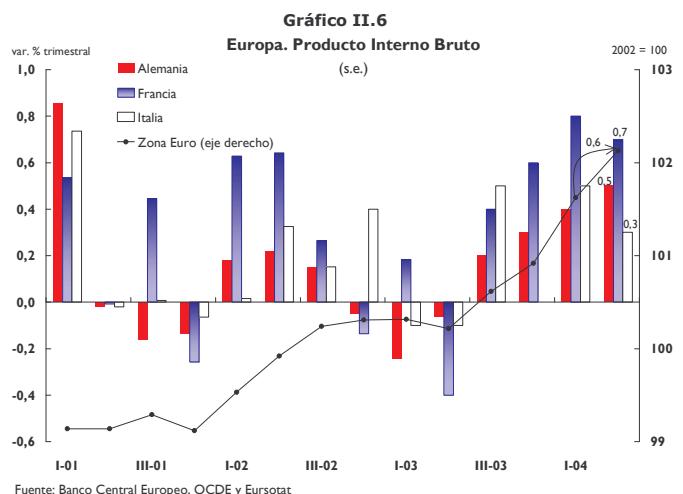
Con todo, a pesar de que el aumento de las tasas de interés internacional no afectaría directamente a Argentina en la medida que la tasa de interés interna y los niveles de *spread* soberano no reflejen ese movimiento, el efecto indirecto en las ventas externas del país y en el precio de las materias primas podría generar un menor crecimiento económico local en el corto plazo.

No obstante, las tasas internacionales vigentes siguen siendo muy reducidas en términos históricos. En el año 2001, en un contexto de desaceleración económica global, caídas de los índices bursátiles y menor inflación, los bancos centrales de las economías desarrolladas comenzaron a reducir significativamente sus tasas de interés de referencia (ver Gráfico N° 3). En particular, el FOMC de Estados Unidos bajó la tasa de los *Fed Funds* desde 6,5% anual a principios de 2001 hasta 1% en junio del año pasado, su mínimo en 45 años. Por su parte, el Banco Central Europeo llevó su tasa de interés de referencia desde 4,75% a 2% y el Banco de Inglaterra bajó la repo de 6% a 3,5%, siendo en ambos casos mínimos históricos. En este marco, y dado que la suba de las tasas de interés se realizaría de forma moderada, el impacto total sobre Argentina no sería significativo.

Gráfico N° 3: Tasas de Interés de Referencia



Con todo, el FOMC deberá evaluar los efectos de las modificaciones de las tasas de interés sobre la evolución del dólar estadounidense. Además, dado que el encarecimiento del petróleo provocaría un menor crecimiento económico sin impactar significativamente sobre la inflación subyacente, el aumento del precio de esta materia prima permitiría un ajuste de la tasa de referencia en forma más moderada. En todo caso, la velocidad con la que el FOMC decida elevar los *Fed Funds* dependerá en mayor medida del resultado de los próximos indicadores de empleo e inflación subyacente que de la evolución del precio del crudo.



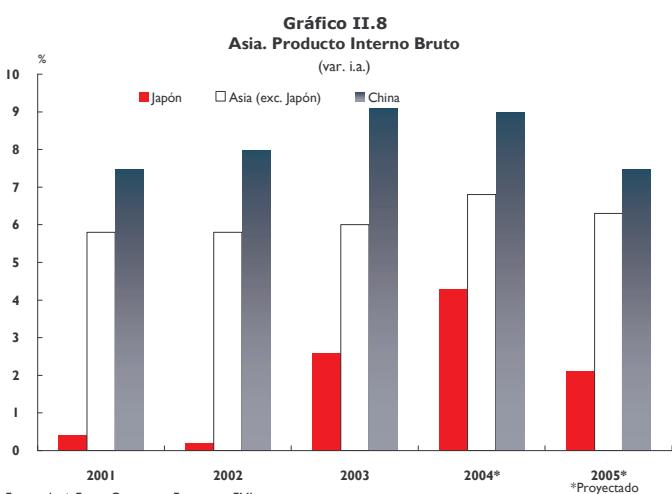
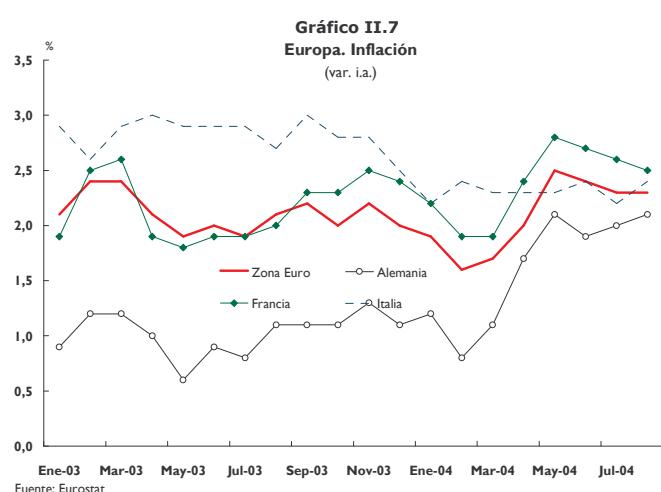
II.3 Zona Euro y Asia

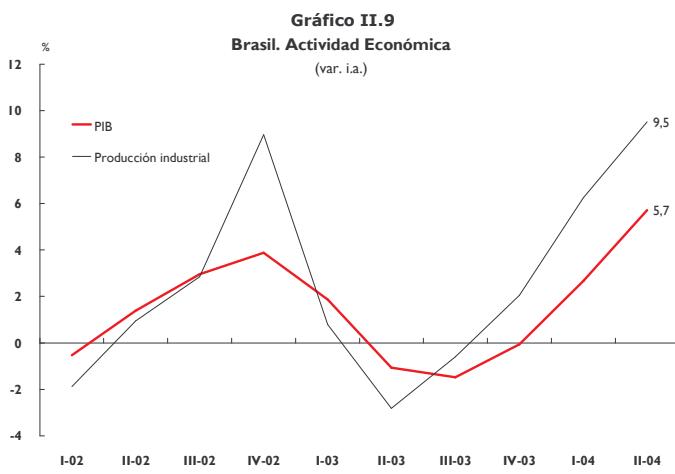
La economía de la zona Euro continúa evidenciando una lenta pero sostenida recuperación económica. En el segundo trimestre el PIB se expandió 0,5% trimestral sin estacionalidad (s.e.), tras haber crecido 0,6% s.e. el período anterior (ver Gráfico II.6). El aumento del Producto habría sido impulsado básicamente por el sector externo, ya que el gasto interno mostró un desempeño menos favorable. Dado el contexto internacional propicio y la esperada recuperación del consumo y la inversión, se estima que el PIB se expandiría alrededor de 2% tanto este año como en 2005.

La inflación minorista se redujo levemente en los últimos meses pero en agosto se situaba en 2,3% interanual (i.a.), todavía por encima de la meta definida por el Banco Central Europeo (BCE). A pesar de que la inflación no descendería en el corto plazo, el Consejo de Gobierno decidió mantener la tasa de interés de referencia en 2% anual en su última reunión, porque considera que en el mediano plazo la inflación se aproximaría al objetivo fijado (levemente por debajo de 2%). Entre los principales riesgos mencionados por el BCE se destacan un mayor encarecimiento del petróleo y la evolución futura de los precios regulados y algunos impuestos en los países del bloque, sobre los que el Banco no posee proyecciones precisas. Asimismo, el BCE destaca que el exceso de liquidez también podría constituirse en un factor de riesgo en la medida que impulse alzas en los precios de los activos. Con todo, se espera que la inflación en 2004 se sitúe levemente por encima de 2% y que descienda por debajo de ese nivel en 2005 (ver Gráfico II.7).

Luego del efecto negativo generado por la epidemia de SARS (neumonía atípica) a principios del año pasado, la economía asiática (excluyendo Japón) comenzó a crecer rápidamente impulsada por su sector exportador en un contexto internacional favorable. Aunque de forma más moderada, el gasto interno también se ha recuperado y se espera que continúe evolucionando positivamente. Así, el escenario general sigue siendo alentador y se prevé que la región crecerá alrededor de 7% en 2004 y 2005 (ver Gráfico II.8). En particular, el desempeño económico de China sigue destacándose de los demás países de Asia y se estima que el PIB crecería 9% en 2004, igualando la expansión del año pasado a pesar de las medidas adoptadas por el Gobierno para desincentivar la inversión en ciertas áreas y evitar el recalentamiento económico. En efecto, la inversión en capital fijo aún muestra tasas de aumento interanual de 30% y la inflación minorista alcanzó 5,3% i.a. en agosto, impulsada por el encarecimiento de los alimentos (cerca de 14% i.a.). Según diversos análisis, el Gobierno debería profundizar las políticas tendientes a evitar una mayor escalada inflacionaria que pueda provocar una repentina perturbación del ciclo expansivo. Así, China podría constituir un factor de riesgo para Argentina en la medida que su probable desaceleración económica impacte negativamente en el precio mundial de las materias primas.

Por su parte, en el segundo trimestre la economía japonesa sólo creció 0,3% trimestral s.e. luego de haber aumentado 1,6% s.e. en los primeros tres meses del año. El aumento del PIB fue totalmente explicado por el sector externo ya que la caída de la inversión pública compensó el aumento del gasto interno privado. En 2004 la economía crecería más de 4% y el año próximo se desaceleraría

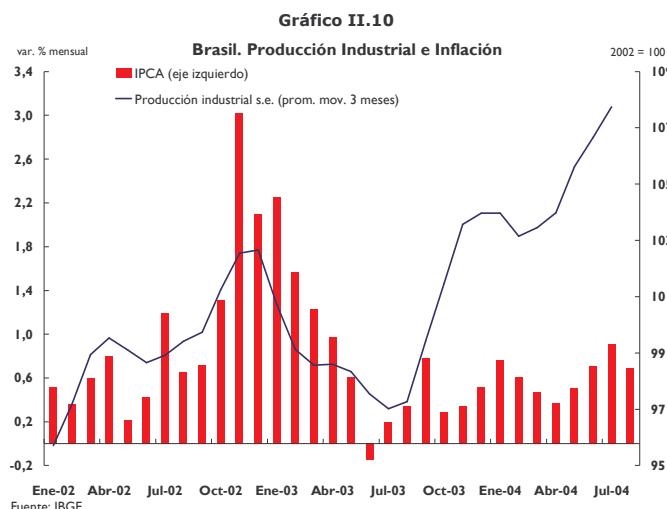




hasta niveles cercanos a 2,5%. Por su parte, a pesar de que la deflación se ha reducido en los últimos meses, los precios minoristas no arrojarían tasas de variación positivas hasta el año próximo.

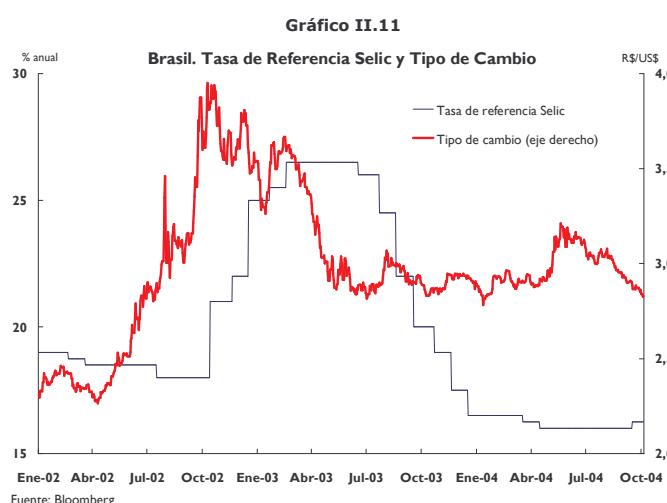
II.4 Brasil

La economía brasileña sigue mostrando altas tasas de expansión, notándose una rápida recuperación del gasto interno. En el segundo trimestre el PIB creció 1,5% trimestral s.e., principalmente impulsado por el consumo privado y la inversión, y acumuló en la primera mitad del año un aumento de 4,2% i.a. (ver Gráfico II.9). La fuerte suba de las exportaciones, mayormente explicada por el incremento de cantidades vendidas, es suficiente para compensar el alza de las importaciones que fue de 30% i.a. en enero-agosto. De esta forma, el sector externo continúa contribuyendo positivamente al crecimiento. Por su parte, a pesar de que el descenso de la tasa de desocupación se interrumpió en agosto, la población ocupada sigue en ascenso y en lo que va del año se crearon más de 500.000 puestos de trabajo.

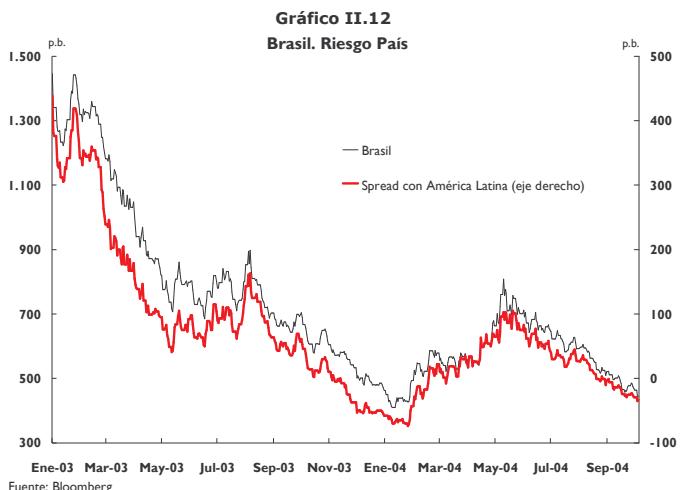


La inflación minorista registró elevados valores mensuales entre julio y agosto, por el incremento de los precios regulados y los combustibles, pero ya en septiembre se desaceleró influida por la evolución del precio de los alimentos (ver Gráfico II.10). Según la encuesta Focus del Banco Central de Brasil (BCB), la inflación anual se situaría en torno a 7,3%, próxima al rango superior de la banda inflacionaria (8%). Entre los aspectos que más preocupan al Comité de Política Monetaria (Copom) se encuentran el encarecimiento del petróleo, la rápida suba de la utilización de la capacidad instalada y el alza de las expectativas inflacionarias para 2005. Así, el Copom decidió en su reunión de septiembre elevar 0,25 p.p. la tasa Selic (hasta 16,25%) porque considera que los niveles de inflación subyacente son incompatibles con las metas. Según indicó el Comité, en 2005 trabajará con una meta de 5,1% en lugar del 4,5% fijado por el Consejo Monetario Nacional. Sin embargo, el BCB espera que la inflación sea aún mayor (5,6%) y por ende el Copom seguiría elevando la tasa Selic en sus próximas reuniones. Según el mercado, la inflación en 2005 sería 5,8%.

El real brasileño se apreció fuertemente en el tercer trimestre hasta situarse próximo a R\$/US\$2,80 beneficiado principalmente por el abultado superávit de balanza comercial y el incremento del flujo de fondos hacia el país. La moneda brasileña se había desvalorizado rápidamente en mayo cuando la recuperación del mercado laboral y la aceleración de la inflación en Estados Unidos provocaron un ascenso en los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. que afectaron negativamente el financiamiento externo de las economías emergentes (ver Gráfico II.11).



Dado el buen desempeño de las cuentas públicas, el Gobierno decidió ampliar la meta de superávit fiscal primario hasta 4,5% del PIB. La cuenta corriente también muestra un elevado superávit que podría alcanzar casi 2% del PIB en el año (superando ampliamente las expectativas de inicios de 2004) y contribuiría a mejorar la posición externa, factor de riesgo de Brasil. Además, aprovechando las favorables condiciones financieras internacionales Brasil emitió en septiembre €1.000 millones en bonos Global 2012 y sobrepasó el programa de financiamiento externo pautado para el año en US\$5.500 millones. Al respecto, *Standard & Poor's*

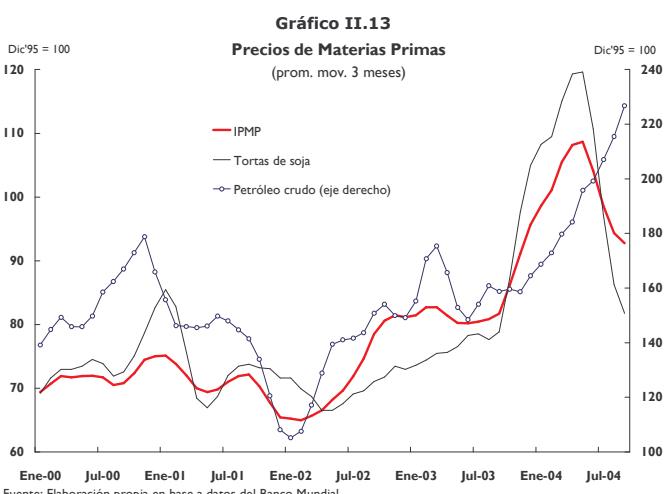


elevó un grado la calificación de la deuda brasileña de largo plazo en moneda extranjera a “BB-”, quedando a dos notas de ser considerada grado de inversión. En este escenario y favorecido por la mejora del contexto para las economías emergentes, los indicadores financieros brasileños siguen evolucionando favorablemente y se sitúan en niveles similares a los de febrero (ver Gráfico II.12). Asimismo, la deuda externa privada que había alcanzado un máximo a fines de 2000, cuando totalizó casi US\$115.000 millones (19% del PIB), descendió ininterrumpidamente en los últimos tres años y actualmente se sitúa en torno a US\$65.000 millones (11,5% del PIB).

Con todo, la economía podría crecer casi 4,5% este año, mientras que en 2005 la expansión del PIB sería algo superior a 3,5%. En este contexto de fuerte recuperación del gasto interno, las exportaciones argentinas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) a Brasil siguen evolucionando favorablemente (ver Sección V). Entre los principales factores de riesgo para el crecimiento de Brasil se destacan un alza persistente del precio del petróleo y un rápido aumento de las tasas de interés internacionales.

II.5 Precios de las Materias Primas

A pesar de la tendencia decreciente que han mostrado los precios de las materias primas en los últimos meses, aún se mantienen en niveles muy elevados en términos históricos (ver Gráfico II.13). El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) cayó ininterrumpidamente desde abril último, perjudicado por el descenso en los precios de los productos agrícolas y particularmente el complejo sojero. En líneas generales, los precios de las materias primas agrícolas se ubicaron en septiembre en torno al promedio de los últimos diez años. En cambio, el encarecimiento del petróleo crudo evitó que la caída del índice fuera aún mayor y en septiembre el aumento interanual del IPMP fue de 10%. Dado el importante arrastre estadístico del primer trimestre, el IPMP en promedio finalizaría el año por encima de 2003, a pesar de que pueda registrar alguna caída adicional en los próximos meses.



El alto nivel de producción de soja que se esperaba para la cosecha de Estados Unidos provocó a partir de abril fuertes caídas en los precios del complejo. Tanto los porotos como las tortas de soja se abarataron alrededor de 35% en los últimos seis meses. Así, en septiembre el precio de estos productos se situó en torno al promedio de los últimos diez años, mientras que en el caso del aceite (menos afectado) el precio fue casi 20% superior. El descenso de los precios se moderó en agosto y septiembre dado que hasta el momento la cosecha de EE.UU. fue inferior a lo inicialmente previsto. Más aún, esto podría generar alguna corrección al alza en la cotización de la oleaginosa. En cambio, ciertos problemas en las transacciones con China habrían impulsado un descenso en las expectativas de exportaciones hacia ese país, que podría provocar nuevas presiones bajistas en el precio de la soja.

La evolución del precio del maíz también ha sido desfavorable como consecuencia de la fuerte cosecha en Estados Unidos, que se estima alcanzaría un récord histórico este año. El aumento de las proyecciones de stocks mundiales también ha impulsado presiones a la baja en su cotización, que seguiría cayendo en los próximos meses. El precio del trigo descendió en los últimos meses y ahora



podría estabilizarse dado que no se esperan cambios en los niveles de stock, ya que la mayor demanda proyectada compensaría el alza de la producción de Europa del Este.

Por su parte, en un contexto de fuerte crecimiento económico mundial y particularmente por el buen desempeño de los países industrializados, las cotizaciones de los metales básicos se mantuvieron firmes. En adelante, los precios podrían registrar nuevas subas en la medida que el alto nivel de utilización de la capacidad instalada impida abastecer a una demanda en constante crecimiento.

Finalmente, el precio del petróleo crudo subió rápidamente en los últimos meses y alcanzó récords históricos en términos nominales. En efecto, el precio del barril de petróleo *West Texas Intermediate* (WTI), llegó a valores en torno a US\$50 a fines de septiembre. La tendencia creciente respondería tanto al continuo crecimiento de la demanda, especialmente de China que ya es el segundo importador mundial, como a diversos factores de riesgo asociados a la oferta de la materia prima. En particular, en un marco caracterizado por la escasez de capacidad instalada disponible, a la aún inestable situación geopolítica en Medio Oriente se sumaron ciertos problemas en Nigeria y la incertidumbre que generó la posible salida del mercado de una de las empresas petroleras rusas más importantes. En este marco, es poco probable que, en el corto plazo, la cotización del petróleo descienda hasta niveles similares al promedio de los últimos años. Incluso, según diversos análisis, el precio de la materia prima podría seguir subiendo en los próximos meses (ver Apartado 2).

II.6 Flujo de Capitales

En los últimos meses se consolidó la tendencia descendente de los niveles de riesgo soberano de las economías emergentes que ya se ubican en mínimos históricos, luego del pico alcanzado a mediados de junio (ver Gráfico II.14). Ese aumento habría respondido principalmente a la expectativa de que la suba de las tasas de interés de referencia en las economías desarrolladas y particularmente en EE.UU. se realizaría de forma moderada. También habría influido el esfuerzo de los gobiernos de diversos países en vías de desarrollo por mejorar la posición de sus cuentas fiscales y externas. Así, ante la favorable situación financiera internacional, varias economías emergentes han aprovechado para colocar bonos soberanos a plazos más largos y con costos menores para seguir mejorando su perfil de endeudamiento (tal el caso de Brasil). Por otro lado, la continua caída de los rendimientos de los títulos del Tesoro de EE.UU. de largo plazo impulsaría a muchos inversores a buscar alternativas más rentables, como las que ofrecen los títulos soberanos de los países en desarrollo. En este contexto, los flujos de capitales en 2004 mostrarían un incremento de aproximadamente 5% en relación con el año pasado y tenderían a estabilizarse en 2005.

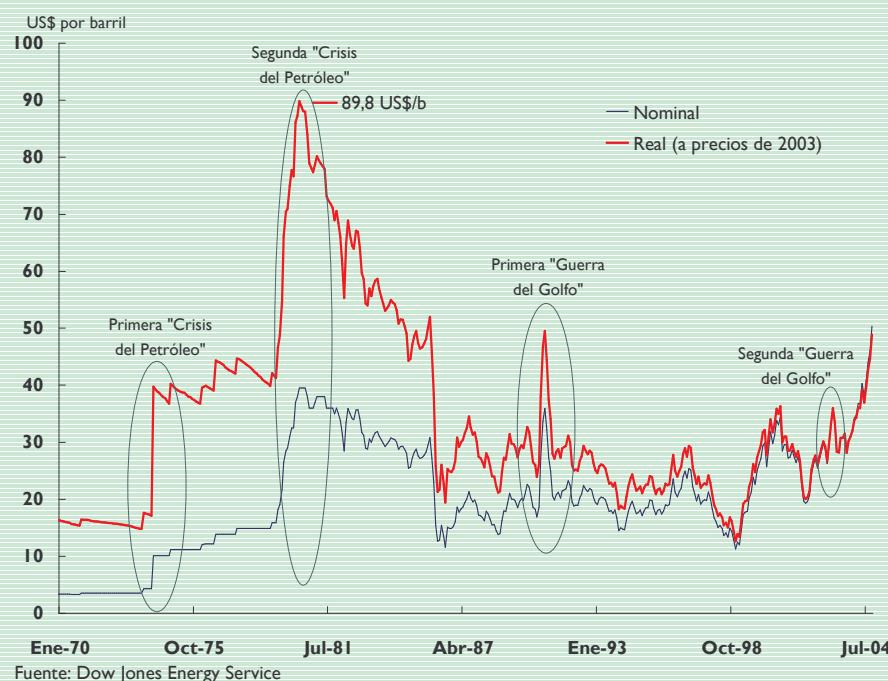


Apartado 2. Evolución del precio del petróleo y su impacto sobre Argentina

La evolución del precio del petróleo tiene múltiples consecuencias sobre la economía argentina. En principio, el aumento podría tener efectos directos sobre los precios internos, la recaudación tributaria (a través de la mayor percepción derechos de exportación) y sobre el saldo de la balanza comercial, ya que el país es exportador neto de petróleo y sus derivados. Simultáneamente se produciría un efecto indirecto debido al impacto de la suba del precio internacional sobre el crecimiento económico mundial y, principalmente, sobre los socios comerciales de Argentina.

Durante los últimos meses, la cotización del petróleo crudo inició un *rally* alcista, acumulando un aumento de 90% desde septiembre de 2003, 25% en el último trimestre, y se ubica actualmente por encima de US\$50 por barril, lo que constituye un récord histórico en términos nominales (ver Gráfico N° 1). Sin embargo, si se analiza la serie de precios deflactada por el Índice de Precios al Consumidor de Estados Unidos, el nivel actual se encuentra en línea con el observado durante la primera guerra del golfo a comienzos de la década del '90 y resulta 45% inferior al registrado en mayo de 1980, cuando el barril de petróleo WTI llegó a cotizar a 89,8 US\$/b a precios de 2003.

Gráfico N° 1: Evolución del Precio del Petróleo Crudo



En la mayoría de los análisis sobre la evolución del precio del petróleo se destaca el problema geopolítico como la principal causa de la reciente suba de precios. Sin restarle importancia a ese factor, que como veremos más adelante tiene cierta influencia en la tendencia observada, otros sucesos resultan decisivos a la hora de explicar la coyuntura actual. En particular, en un contexto caracterizado por el aumento sostenido de la demanda mundial, la oferta creció en menor medida e incluso se redujo en años recientes.

El fuerte aumento de la demanda mundial de petróleo fue exacerbado en 2003 a raíz del crecimiento económico mundial y en especial de China y EE.UU., que explicaron aproximadamente 60% del incremento de la demanda mundial de petróleo durante ese año. En el caso de China, el fuerte crecimiento económico que experimenta desde hace ya más de diez años provoca un natural aumento de la demanda energética, agravado por la mayor intensidad de uso de energía² y por el fuerte movimiento migratorio desde las zonas rurales a las urbanas. Adicionalmente, el desplazamiento de actividades como la producción manufacturera desde países desarrollados a otros de menores costos relativos, fenómeno que se verifica en China, India y países de Europa Oriental, implica un crecimiento adicional de la demanda de petróleo por la mayor intensidad en el uso.

Por otra parte, en función de consideraciones estratégicas que realizan los gobiernos, se observó una significativa acumulación de existencias, especialmente en los casos de China y EE.UU.. Por tratarse de una demanda que se encuentra más

² Segundo estimaciones del mercado, la intensidad de uso de la energía alcanza a 36 BTU (British Thermal Units) por unidad de Producto en China, comparado con 10,6 BTU por unidad de Producto en el caso de EE.UU. y sólo 3,9 BTU por unidad de Producto en Japón.



relacionada con razones de seguridad nacional, esta tendencia no repara en las señales de mercado, principalmente precios, que sugieren acumular stocks cuando la cotización cae y desacumular en el caso contrario.

Probablemente la principal explicación de la suba en las cotizaciones del petróleo descansan en la falta de capacidad ociosa para aumentar la producción en el corto plazo. De hecho, actualmente la utilización de la capacidad instalada mundial en la producción de petróleo alcanza a 99,4%, según datos de la Agencia Internacional de Energía. Así, la capacidad instalada disponible es la menor en los últimos 30 años. Por si esto fuera poco, casi la totalidad de la capacidad ociosa está en Arabia Saudita (10,68% de la producción mundial), que se encuentra en el foco del conflicto de Medio Oriente y es un potencial blanco de ataques terroristas. Es en este punto donde empiezan a tallar realmente los problemas geopolíticos, ya que el agotamiento de la capacidad instalada está íntimamente relacionado con la destrucción parcial de la infraestructura petrolera iraquí, donde una tercera parte de la producción de crudo se lleva a cabo en el norte del país y actualmente se encuentra suspendida debido a los constantes atentados terroristas contra instalaciones de extracción, procesamiento y transporte. Otros dos grandes productores como Venezuela (2,5% de la producción mundial) y Nigeria (2,7% de la producción mundial) también experimentaron dificultades durante 2002 y 2003, afectando la oferta global. Asimismo, este aumento en la inestabilidad genera una mayor preocupación potenciando la ya mencionada acumulación de inventarios con fines estratégicos y desalentando además las inversiones en exploración de nuevos yacimientos, agravando todavía más las restricciones de oferta.

Este particular contexto geopolítico, también fue influido negativamente por el proceso judicial que se le sigue a la empresa petrolera Yukos en Rusia. Este juicio, que tendría un claro trasfondo político, podría finalizar con una expropiación (a precios irrisorios) de la firma que extrae 2% de la producción mundial de petróleo. La importancia de este proceso no reside sólo en el nivel de producción de la empresa, sino en el hecho de que a partir del fuerte crecimiento exhibido desde fines de la década pasada, Rusia (10,7% de la producción mundial) superó a Arabia Saudita y se convirtió en el primer productor mundial de petróleo y segundo exportador mundial. En este contexto, las señales que emite el gobierno ruso con respecto al sector petrolero tienen una gran importancia e influyen sobre el comportamiento del mercado internacional.

Por último, en un ambiente tan volátil también se agrega un aumento de la especulación que introduce una mayor volatilidad en el mercado. De hecho, el comercio de futuros de petróleo crudo en el *New York Mercantile Exchange* (NYMEx) alcanzó un récord histórico, medido a través del número de posiciones abiertas. Para los próximos meses, de no mediar acontecimientos extraordinarios, el petróleo crudo seguiría exhibiendo elevadas cotizaciones, tal como se observa en los mercados de futuros. A partir de los datos del NYMEx, se espera que el petróleo WTI finalice el año con una cotización en torno a 52 US\$/b, aunque en función del panorama actual no debería sorprender que la tendencia alcista continúe e incluso se acentúe en el corto plazo. No obstante, es esperable que el precio del petróleo crudo tienda a normalizarse, aunque en niveles superiores a los observados durante la década del '90 cuando promedió aproximadamente 20 US\$/b.

La suba de los precios del petróleo no tuvo hasta ahora un impacto directo de magnitud sobre la economía local, ya sea en los precios minoristas, como sobre el nivel de actividad económica. Los precios al consumidor locales de los combustibles se mantuvieron prácticamente sin cambios a lo largo del último año, primero gracias al acuerdo entre el gobierno y las empresas del sector para mantener constantes los precios internos de los derivados del petróleo y luego, a través del aumento en los derechos de exportación a las ventas de petróleo crudo. El nuevo esquema de derechos de exportación³ utiliza una escala de alícuotas crecientes en función de la cotización internacional del crudo a fin de amortiguar el impacto de la suba sobre el mercado interno. Sin embargo, actualmente el precio internacional resulta ya superior al valor máximo de la escala, por lo que los precios locales podrían verse afectados en el corto plazo por esta situación.

Si bien la actividad económica no se ha visto perjudicada hasta ahora en forma directa, la suba de la cotización internacional del crudo tendría un efecto negativo sobre la economía argentina, a pesar de ser el país exportador neto de petróleo, debido principalmente al efecto indirecto sobre el crecimiento económico global. Así, la desaceleración de la economía mundial afectaría, principalmente a través de una menor demanda externa, al crecimiento doméstico. Por otra parte, el aumento de los precios del petróleo podría producir presiones inflacionarias a nivel mundial impulsando una eventual suba en las tasas de interés que dependerá de la decisión de cada Banco Central (ver Apartado 1). En el caso de Brasil, el Banco Central reconoció recientemente al aumento del petróleo como el principal factor de riesgo inflacionario en el corto plazo.

³ Ver Resolución N° 532/2004, Ministerio de Economía y Producción.



III. ACTIVIDAD

III.1 Síntesis

La información adelantada referida al tercer trimestre del año confirma la recuperación de la economía luego del débil desempeño del segundo trimestre. La dilución de los factores coyunturales que afectaron al nivel de actividad entonces (concentración de vencimientos impositivos y resquemores respecto a un eventual faltante energético) explican básicamente este comportamiento. Adicionalmente la recomposición de los ingresos de los sectores con mayor propensión a consumir (impulsada en parte por el Gobierno), la aprobación de la Ley de estímulo a la inversión y el aumento en el gasto público destinado a construcción, contribuyen a expandir el nivel de actividad en un contexto donde el crédito continúa cobrando dinamismo y las expectativas de los consumidores y empresarios se mantienen en niveles elevados.

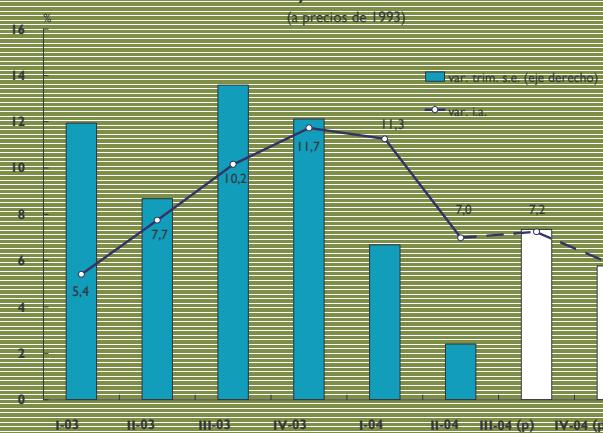
Aún cuando las restricciones de oferta en la economía no son operativas en términos agregados, en determinados sectores, principalmente industriales y proveedores de servicios públicos, se detectaron ciertas limitaciones. Hasta ahora, estas no han impactado sobre el nivel de actividad ya que han sido resueltas por medio de inversiones marginales y de una mayor presión sobre el sector externo. La confirmación de los anuncios de inversiones privadas y públicas de envergadura, que apuntan a ampliar la frontera productiva del país, será fundamental para sustentar el crecimiento en el mediano plazo.

Sobre la base de esta trayectoria se proyecta una expansión del PIB cercana a 8% para el año en curso, con el consumo privado y la inversión como los principales componentes que impulsan el crecimiento. Para el próximo año se estima un nuevo aumento del Producto, en línea con un crecimiento trimestral acorde al incluido en el Proyecto de Presupuesto 2005, pero con un arrastre estadístico inicial mayor según surge de las proyecciones para 2004.

Gráfico III.1

Trayectoria del PIB

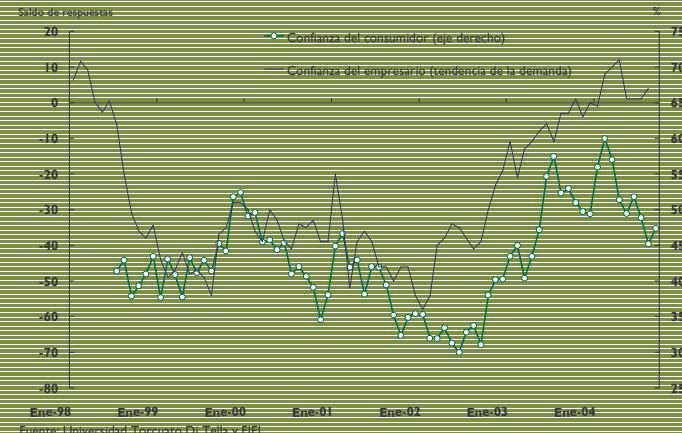
(a precios de 1993)



Fuente: INDEC y BCRA

Gráfico III.2

Índices de Confianza



Cuadro III.1
 Indicadores de Actividad

Serie desestacionalizada	Var % 3T 03/2T 03 (*)	Var % 4T 03/3T 03 (*)	Var % 1T 04/4T 03 (*)	Var % 2T 04/1T 04 (*)	Var % 3T 04/2T 04 (*)
PIB	3,4	3,0	1,5	0,5	
EMAE (Proxy mensual del PIB) (**)	2,9	2,5	1,5	0,5	1,6
Indicadores de Oferta					
Industria (EMI) (***)	2,2	3,8	5,7	-1,4	1,4
Construcción (ISAC) (***)	4,3	9,7	6,8	0,0	-1,2
Servicios Públicos (***)	5,0	3,7	5,8	3,1	3,9
Indicadores de Demanda					
Consumo					
Importaciones de Bienes de Consumo (***)	9,5	19,4	7,6	7,9	-3,2
Ventas Supermercados (cantidades) (***)	3,8	2,4	2,6	1,4	1,6
Ventas Centros de Compras (cantidades) (***)	10,9	7,2	5,2	6,7	-2,1
Ventas de Autos (***)	44,1	11,9	25,9	19,1	3,0
IVA DGII a precios constantes (***)	3,9	4,1	12,4	-2,7	-0,6
Inversión					
Importaciones de Bienes de Capital (***)	14,1	43,3	46,6	-5,8	5,1
Construcción (ISAC) (***)	4,3	9,7	6,8	0,0	-1,2
Exportaciones Netas					
Exportaciones (***)	0,9	4,7	5,0	3,1	3,6
Importaciones (***)	3,0	18,6	24,4	6,5	2,3

(*) Tasas de variación trimestral

(**) La variación se calcula manteniendo constante el nivel del primer mes del trimestre en curso

(***) La variación se calcula manteniendo constante el nivel de los dos primeros meses del trimestre en curso

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

III.2 Componentes del Gasto

La desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía en el segundo trimestre del año se dio a tasas menores a las esperadas por el mercado y en línea con las estimaciones del BCRA. El PIB mostró en ese período un aumento de 0,5% desestacionalizado (s.e.) y acumula en el primer semestre una suba de 9% en términos interanuales (i.a.) (ver Gráfico III.1). El año finalizaría con una expansión del PIB en torno a 8%, producto de la recuperación que ya evidencia la actividad a partir del tercer trimestre. La dilución de los factores que afectaron al crecimiento en el segundo trimestre (concentración de vencimientos impositivos e incertidumbres respecto a un eventual faltante energético), junto a una política de redistribución del ingreso a favor de los sectores con mayor propensión a consumir promovida por el Gobierno explican esta trayectoria. Para el próximo año se prevé un crecimiento del PIB con un incremento trimestral consistente con el establecido en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2005, pero con un arrastre estadístico más elevado.

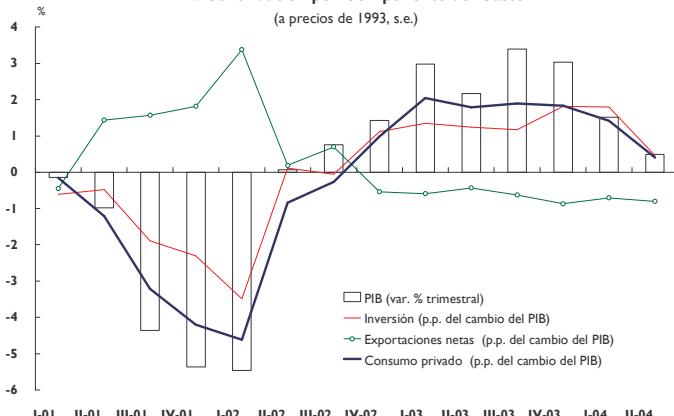
Inversión

En el segundo trimestre de 2004, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) tuvo una importante desaceleración. Luego de crecer a tasas trimestrales promedio de 10% s.e. en el último año y medio, la IBIF registró una expansión desestacionalizada de 2,6% (38,3% i.a.). Tal comportamiento se explicó por el menor aumento que mostraron tanto la inversión en Construcción como en Maquinaria y equipo.

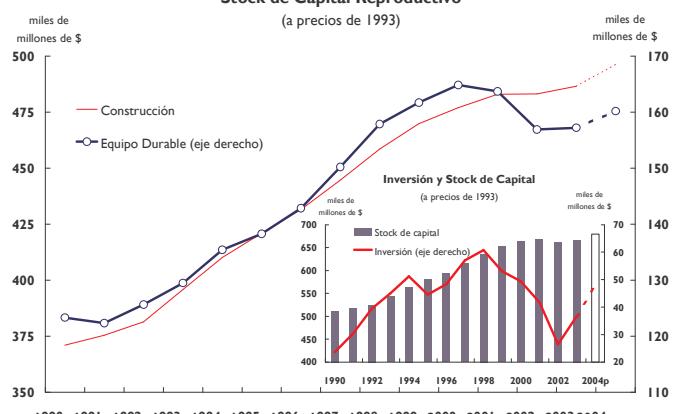
A pesar de este menor crecimiento, volvió a registrarse un nuevo incremento en la tasa de inversión de la economía, que ya asciende a 17,1 puntos porcentuales (p.p.) del PIB a precios constantes, lo cual permite una nueva expansión del stock de capital. Esto ocurre también cuando se considera únicamente el acervo de capital productivo, que por sus propias características amortiza a una tasa más acelerada que los inmuebles. De hecho, para 2004 se espera una importante expansión de esta porción del stock de capital, luego de dos años consecutivos de caída (2001 y 2002) y de haberse mantenido casi estancado durante 2003 (ver Gráfico III.4).

La inversión continúa financiándose en gran medida con capital propio, a pesar de la reducción del superávit en cuenta corriente. La contrapartida es un menor ahorro interno (que sin embargo se mantiene en niveles elevados), con una mayor participación del sector público (ver Gráfico III.5). En los últimos meses comenzó a observarse un aumento del crédito, básicamente de corto plazo, lo que permitiría amplificar el dinamismo del ahorro local en la medida en que logre extenderse el horizonte de financiamiento. Este proceso ocurre simultáneamente con una tenue recuperación de la Cuenta Financiera del Balance de Pagos, fundamentalmente a través de aumento de la Inversión Extranjera Directa (IED) y de un avance en la refinanciación de pasivos externos del sector privado (el primer paso para la apertura de los mercados de crédito internacionales) (ver Sección V).

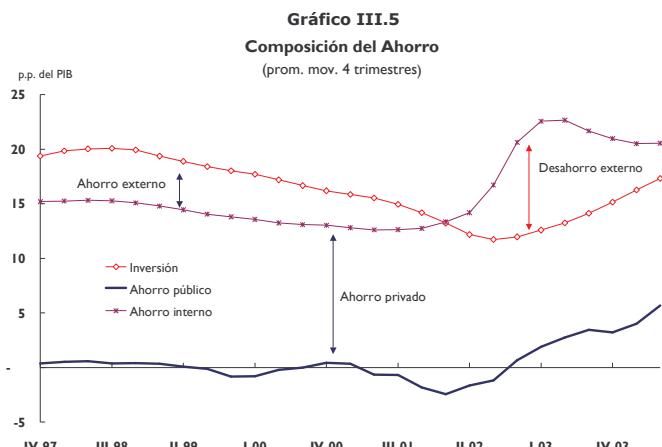
Se destaca la mayor participación que comienza a tener el sector público, ya sea en forma directa o a través de transferencias e incentivos al sector privado. Asimismo, a diferencia de los períodos previos, cuando la mayor parte de la incorporación de capital productivo estaba orientada a inversiones marginales para

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


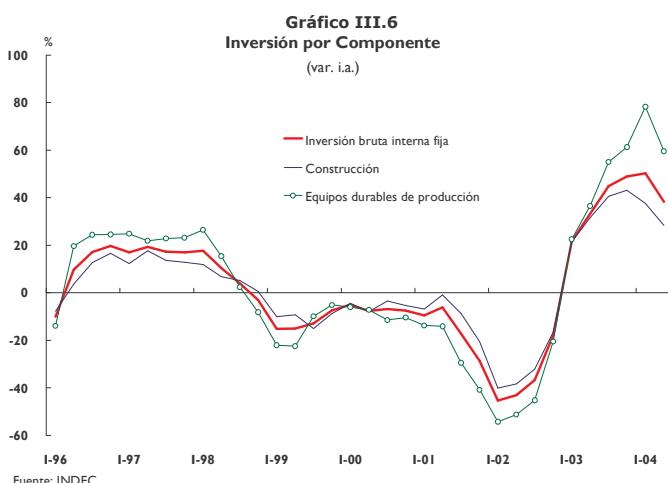
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

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


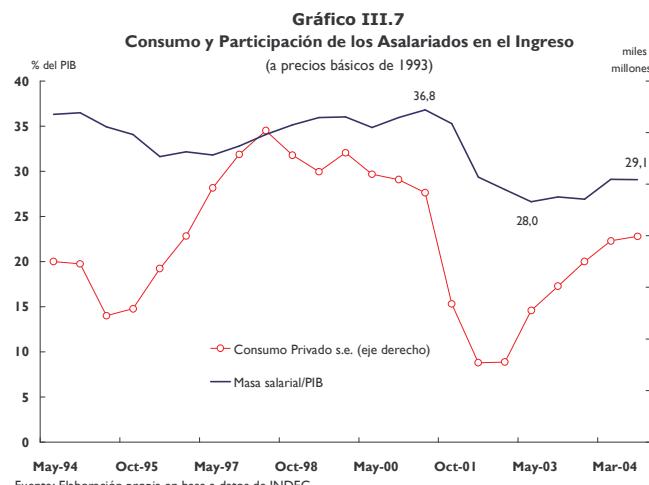
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



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



Fuente: INDEC



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

adecuar la oferta y alcanzar mejoras en los rendimientos y calidades, en los últimos meses comenzaron a anunciararse en determinados sectores, principalmente en la industria y en algunos proveedores de servicios públicos, inversiones específicas de envergadura.

Durante los últimos meses del año, el Gobierno canalizará parte del fuerte superávit primario hacia obras públicas destinadas fundamentalmente a ampliar la capacidad del sistema energético, aunque también a la construcción de viviendas e infraestructura en general. El presupuesto del próximo año incluye aumentos importantes en las partidas destinadas a estos fines, con un impacto marginal de aproximadamente 8 p.p. de la inversión en construcción.

Por su parte, la inversión privada recibirá un impulso adicional a partir de la aplicación en el cuarto trimestre de la Ley de estímulo a la inversión que permite la devolución anticipada del IVA y la amortización acelerada en el impuesto a las ganancias de los gastos en bienes de capital. En esta misma línea, la definición del sendero de recomposición de precios del gas en boca de pozo destrabó inversiones en el sector, que en alguna medida ya se reflejan en un aumento de la producción.

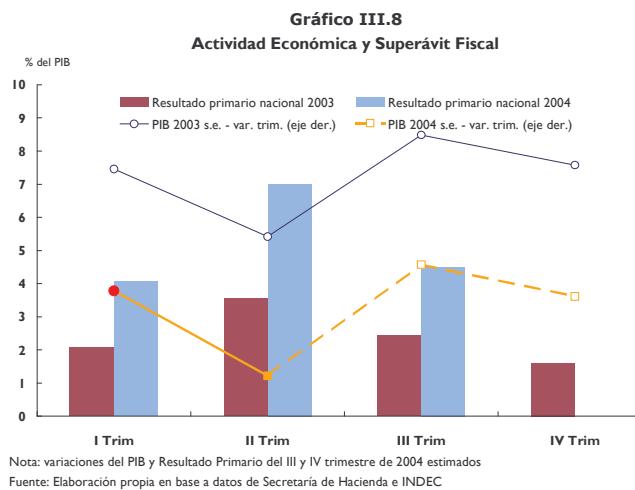
A nivel global, se proyecta un aumento en la IBIF de aproximadamente 35% i.a. para 2004, con una participación creciente del capital productivo (ver Gráfico III.6). Para el próximo año, si bien se espera un crecimiento de la inversión más reducido, dado los mayores niveles de los que parte, se estima un nuevo aumento de la tasa de inversión que se ubicaría hacia fin de 2005 en torno a 20% del PIB. Este escenario es consistente con un mayor financiamiento al sector privado, con alargamiento de los plazos y una resolución adecuada en lo que respecta a la reestructuración de la deuda pública en *default*.

Consumo

El Consumo también mostró en el segundo trimestre del año una importante desaceleración. El Consumo Privado aumentó sólo 0,6% trimestral s.e., luego de crecer a un ritmo de 2,7% s.e. en los cinco trimestres previos, mientras que el Consumo Público mostró una desaceleración algo menor, alcanzando una expansión de 0,5% s.e. en el trimestre.

De todas maneras, los factores coyunturales que afectaron la trayectoria del Consumo Privado a lo largo del segundo trimestre se diluyeron. La presión fiscal efectiva registró una reducción con respecto al trimestre anterior, luego de la concentración de vencimientos en los meses mayo y junio y los ingresos de los sectores de la población con mayor propensión a consumir volvieron a recuperarse con posterioridad a la retracción observada en el segundo trimestre.

La trayectoria de los ingresos se vio fortalecida por la política gestada desde el Gobierno, que no sólo incluye aumentos en los salarios públicos y jubilaciones, sino también impulsa la recomposición de los ingresos de los asalariados del sector privado. Esta recomposición fue promovida a través de la decisión de aumentar el salario mínimo, consensuada con los sectores sindicales y empresariales (ver Sección IV), al que se adicionaría la



reciente noticia respecto a que el Gobierno estaría evaluando un incremento en las asignaciones familiares, con plena incidencia sobre los ingresos de los asalariados formales, que representan 50% de la masa salarial del país.

Adicionalmente, y a fin de evitar un efecto contractivo del sector público sobre el nivel de actividad, como el ocurrido en el segundo trimestre, el Gobierno anunció la postergación para el próximo año del vencimiento de algunos anticipos del impuesto a las Ganancias que debían abonarse en diciembre (ver Gráfico III.8).

Estas medidas, junto con el crecimiento del empleo y de la confianza del consumidor, que a pesar de cierta reducción en los últimos meses continúa en valores elevados, permiten proyectar una importante recuperación del consumo en el segundo semestre (ver Sección IV). Finalmente, el aumento que ya muestra el crédito para consumo es otro de los factores que debe tenerse en cuenta para analizar la trayectoria de este componente del gasto. Su impulso en los próximos meses contribuirá a afianzar el dinamismo del mercado interno, tal cual se verificó en recuperaciones anteriores donde el incremento del crédito se produjo con un rezago respecto al aumento de la actividad (ver Gráfico III.9).

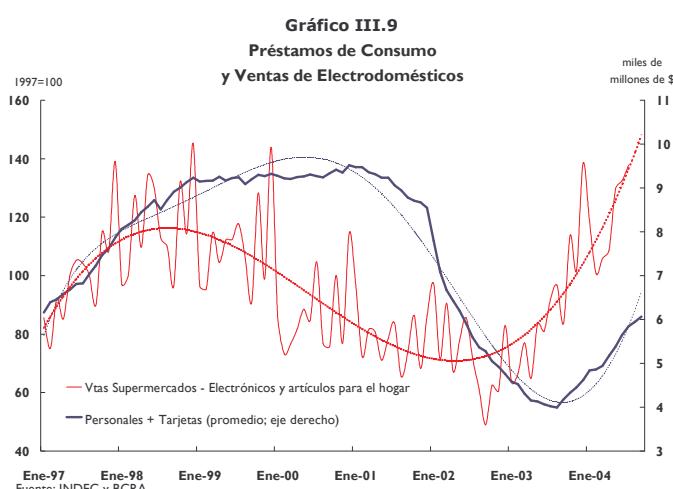
Para todo 2004 se prevé un aumento del Consumo Privado análogo al crecimiento de la economía. Para el próximo año, se espera que esta variable continúe recuperándose a tasas similares a las del segundo semestre. Esta trayectoria es consistente con una nueva recuperación de la participación de la masa salarial en el ingreso (luego del estancamiento del segundo trimestre), una profundización del mercado de crédito y un escenario de mayor certidumbre sobre la economía del país.

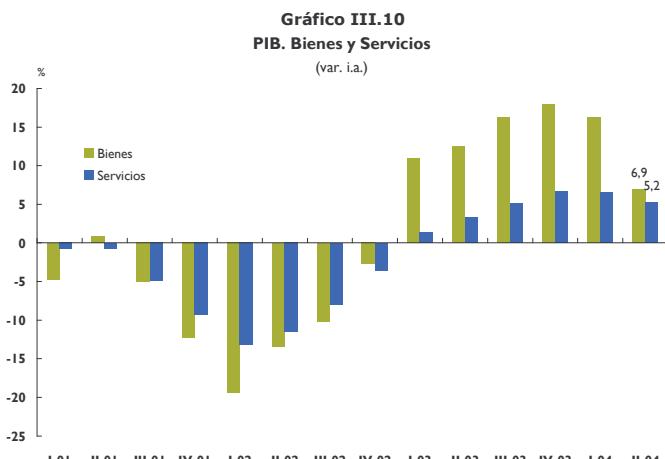
Exportaciones Netas

Las Exportaciones Netas en términos reales mantuvieron la fuerte contribución negativa a la evolución del PIB de los trimestres previos. Este comportamiento se dio a pesar de la desaceleración de las importaciones, ya que las cantidades exportadas registraron una caída en el tercer trimestre (ver Sección V).

En efecto, las importaciones de bienes y servicios, que en el último año crecieron a tasas de 11% trimestral s.e., mostraron un incremento de sólo 3,9% s.e. durante el segundo trimestre. Las exportaciones de bienes y servicios se contrajeron 3,1% trimestral s.e. básicamente por la caída de las ventas de productos primarios. Este descenso habría respondido a la menor cosecha agrícola y a la retención de granos por parte de los productores ante la caída en los precios de los productos agropecuarios. Sin embargo, esta dinámica fue parcialmente compensada por mayores ventas de productos manufacturados (ver Sección V).

Para todo 2004 el BCRA proyecta un incremento de las exportaciones que sería impulsado por los mayores envíos de manufacturas de origen agropecuario e industrial, dado que los productos primarios mostrarían una importante caída interanual. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios alcanzarían una nueva expansión consistente con una elasticidad importaciones–producto en torno a 5. Para el próximo año se espera una reducción de esta elasticidad, en la medida que continúe la normalización del sector externo, que en conjunto con un





Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

crecimiento de las cantidades exportadas reduciría la contribución negativa del sector externo al crecimiento de la economía.

III.3 Comportamiento de la Oferta

A partir del segundo trimestre del corriente año se verificó un cambio en la composición sectorial del crecimiento de la economía en relación a lo que ocurriera desde la salida de la crisis. Los sectores productores de bienes reflejaron un leve retroceso s.e. que se explica principalmente por el menor dinamismo de la industria, el amesetamiento de la construcción y la caída de la producción agrícola. Por su parte, los sectores productores de servicios continuaron expandiéndose, aunque a un ritmo más lento al experimentado en los primeros tres meses del año (ver Gráfico III.10).

Industria

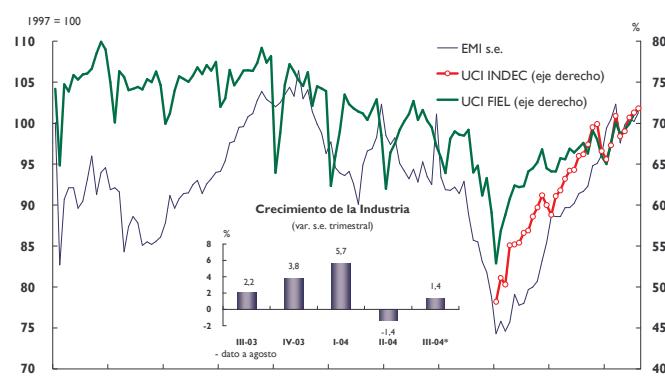
Los primeros indicios del tercer trimestre muestran que la actividad industrial recuperó la senda de crecimiento, luego de la caída s.e. registrada en el segundo trimestre del año. Sin embargo, el ritmo de recuperación es sustancialmente menor al observado en promedio durante los ocho trimestres previos (ver Gráfico III.11).

En julio y agosto el crecimiento se difundió prácticamente a todos los sectores que componen el Estimador Mensual Industrial (EMI), aunque se destacó el dinamismo de tres de ellos: la Industria automotriz, la producción de Papel y Plástico y caucho favorecidos por el mayor gasto interno. Los únicos dos bloques del EMI que mostraron leves caídas fueron los sectores Metalmecánicos (excluyendo el automotriz) y la Producción de textiles (ver Cuadro III.2).

La contrapartida de este mejor desempeño de la actividad es un nuevo aumento en la utilización de la capacidad instalada (UCI), que ya alcanza a 71,6% en agosto, apenas 5,6 p.p. por debajo del máximo logrado en 1998. Si bien en términos agregados todavía existe capacidad ociosa en la industria, algunos sectores como Refinación de petróleo, Petroquímica y Metálicas básicas, que producen insumos de uso difundido, se encuentran en un nivel de actividad cercano al tope de su estructura productiva. De todos modos, si bien las restricciones no generan riesgos de cuellos de botella en la producción por la factibilidad de realizar importaciones para abastecer de insumos a la industria, contribuyen a acelerar el cierre del todavía importante superávit comercial y a elevar los precios de las manufacturas locales.

A pesar de esto, merece destacarse que a partir del último trimestre del año pasado el crecimiento de la UCI promedio de la industria manufacturera se ubica por debajo del aumento de la actividad. Esta trayectoria estaría reflejando una expansión del capital reproductivo, bajo el supuesto de rendimientos constantes a escala. Estos números son consistentes con el aumento de la inversión que se sigue registrando en la industria. Más aún, en los últimos meses se observó un cambio en el destino de las inversiones, aumentando la participación de los anuncios de obras de envergadura destinadas a la ampliación de la capacidad instalada en el mediano plazo. Entre los anuncios se destacan las ampliaciones de plantas en los sectores de Industrias metálicas básicas, Automotriz y Sustancias y productos químicos. Asimismo, la promulgación de la Ley que

Gráfico III.11
Industria. Producción y Capacidad Instalada



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

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

Bloques	var. trim. s.e.					UCI III-04*
	III-03	IV-03	I-04	II-04	III-04*	
Industrias metálicas básicas	-1,0	2,6	-0,3	-5,0	3,6	94,2
Refinación del petróleo	-1,5	1,8	1,3	-2,8	3,1	90,5
Papel y cartón	1,2	2,4	8,2	-5,9	9,1	85,4
Productos textiles	-5,2	5,5	5,6	-0,3	-0,1	81,3
Sustancias y productos químicos	4,6	-0,4	8,6	-2,7	3,2	79,9
Productos alimenticios y bebidas	1,6	2,4	3,5	-0,6	0,0	74,9
Edición e impresión	14,0	7,6	7,7	-4,8	3,1	72,1
Prod. de caucho y plástico	17,0	0,2	1,1	-3,5	8,0	68,4
Resto de la metalmeccánica	-1,1	7,5	6,2	3,5	-1,2	64,7
Productos de tabaco	-4,3	1,3	2,2	-15,8	3,4	60,1
Prod. minerales no metálicos	14,3	9,1	1,0	0,6	2,6	52,7
Vehículos automotores	3,6	19,7	38,3	-12,0	4,1	34,3
EMI	2,2	3,8	5,7	-1,4	1,4	71,6

* dato a agosto

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

otorga incentivos fiscales a la inversión contribuirá a aumentar en el corto plazo la puesta en marcha de nuevos proyectos.

Se observó a lo largo del segundo trimestre y en lo transcurrido del tercero, un importante aumento en la dotación de personal. Esto ocurre a pesar del menor crecimiento relativo que muestra el sector y contribuye a abonar la idea de que la declinación ocurrida en el segundo trimestre fue más bien la consecuencia de factores coyunturales. Esto es así ya que difícilmente los empresarios continuarían demandando empleo si fueran pesimistas respecto a la evolución de su actividad en el mediano plazo. De todos modos, este comportamiento se reflejó en una caída de la productividad media del trabajo medida tanto en términos de horas como de obreros ocupados (ver Gráfico III.12).

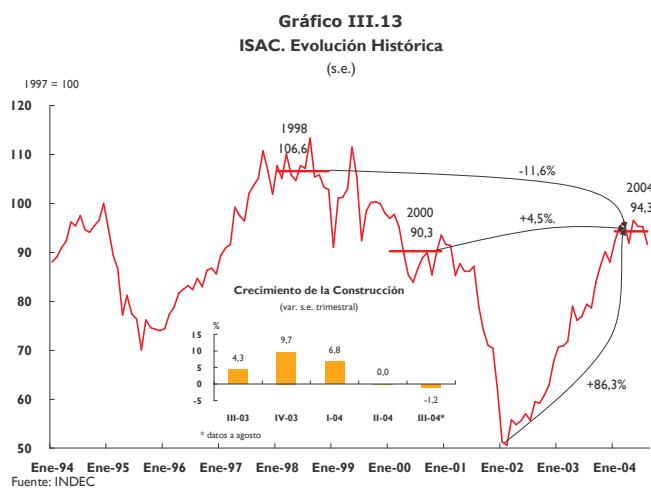
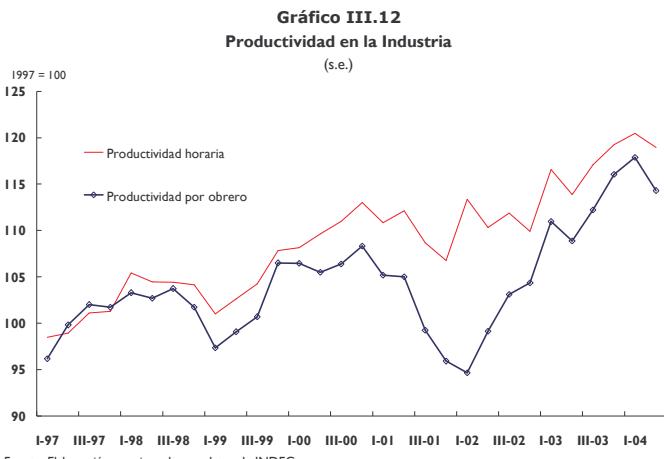
Los márgenes de rentabilidad, a diferencia de lo ocurrido en los tres primeros meses del año y durante todo 2003, se mantuvieron en niveles elevados dado que la suba de los precios de las manufacturas compensó el incremento en los costos y servicios. Esta trayectoria no fue homogénea en toda la industria, verificándose mejoras en la rentabilidad en los rubros cuyos precios internacionales están en aumento como los sectores químicos e industrias metálicas básicas, y una reducción en los productos refinados de petróleo y edición e impresión.

Con todo, una vez superada la caída observada en el segundo trimestre parecería que la industria comenzó a transitar una nueva etapa en la recuperación iniciada en 2002. Luego de haber alcanzado niveles similares a los observados en 1997 y con el impulso de un mercado interno más estable, y un sector externo más dinámico de la mano de Brasil, las empresas comienzan a planear y proyectar su horizonte de crecimiento de mediano plazo con tasas de crecimiento más moderadas. En especial, se observa que la estrategia que están llevando a cabo contempla el incremento de la capacidad instalada.

Construcción

Desde el segundo trimestre del año se observa una importante desaceleración en el ritmo de crecimiento de la construcción, después de haber sido uno de los sectores más dinámicos desde la salida de la crisis. En efecto, los datos preliminares del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) del tercer trimestre no muestran una recuperación luego del estancamiento ocurrido en el segundo trimestre del año (ver Gráfico III.13). De todos modos, debe tenerse en cuenta que por “amesetamiento” se entiende que las nuevas obras alcanzan para reponer las que van concluyendo, hecho que constituye una buena noticia teniendo en cuenta que parte del flujo de obras que finalizan se originaron por un efecto extraordinario.

Con respecto a la construcción residencial, el menor dinamismo estaría explicado por el agotamiento del impulso dado por aquellos que mantuvieron sus ahorros en dólares estadounidenses a la salida de la Convertibilidad y encontraron la inversión inmobiliaria como única opción para canalizarlos. El resurgimiento de alternativas de inversión, junto a que los precios de los inmuebles que ya se ubican, en muchos casos, en valores similares a los vigentes en la Convertibilidad, le van restando atractivo relativo a este mercado. En contrapartida, el resurgimiento del crédito hipotecario y el



Cuadro III.3
ISAC. Evolución por Rubro

Rubros	var. trim. s.e.			
	III-03	IV-03	I-04	II-04
Edif. para Viviendas	3,4	8,3	4,8	0,0
Obras de Infraestructura	5,9	11,3	4,9	1,4
Edif. para Otros Destinos	5,1	12,0	4,9	2,2
Constr. Petroleras	-5,2	2,9	10,7	9,4
Obras Viales	3,4	12,6	14,5	0,4
ISAC	4,3	9,7	6,8	0,0
				-1,2

* datos hasta agosto de 2004

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC

aumento del gasto público destinado a viviendas darían un renovado impulso al sector. En particular, se destaca el Plan Federal de Viviendas que contempla la construcción de 120.000 unidades en el plazo de un año con un costo aproximado de \$2.338 millones financiado por la Nación y las provincias. Esta iniciativa representaría aproximadamente 5% de la inversión en construcción.

Como contrapartida se observa un mejor desempeño de los proyectos ligados a edificaciones comerciales e industriales. Los emprendimientos comerciales continúan beneficiados por la mayor inversión de las cadenas de supermercados y otros comercios que ahora se están expandiendo a zonas no explotadas anteriormente. Merece destacarse la elevada ocupación comercial en centros de compras y en las demás áreas comerciales y oficinas, que explica en parte el impulso de este rubro (ver Gráfico III.14).

Las construcciones en obras de infraestructura y viales registraron resultados dispares. Mientras que las obras de infraestructura tuvieron un leve ascenso, las obras viales continúan en caída luego de haber registrado su máximo en el año durante marzo. Para el próximo año se proyecta un incremento en la inversión de este tipo de obras de acuerdo al Proyecto de Presupuesto 2005. El monto a desembolsar por obras de infraestructura y transporte alcanza a casi \$4.450 millones, 45% superior a lo presupuestado este año (9,6% de la inversión en construcción).

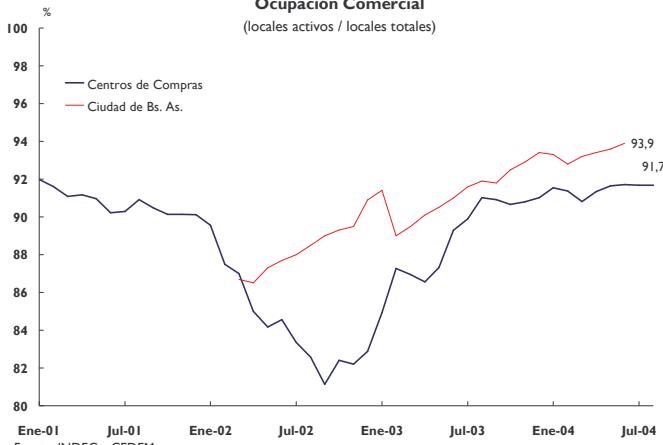
En resumen, mientras el ritmo de expansión que mostraba la construcción residencial comienza a reducirse y el incipiente aumento del crédito hipotecario no es aún suficiente para sostener las tasas de crecimiento de la obra privada, la inversión en obra pública pareciera constituirse en uno de los componentes con mayor peso en la expansión del sector gracias a los nuevos programas de inversión que comienzan a poner en marcha el Gobierno Nacional y las provincias. De todas formas, son esperables de ahora en más tasas de crecimiento menores que las observadas tras la salida de la crisis.

Sector Agropecuario

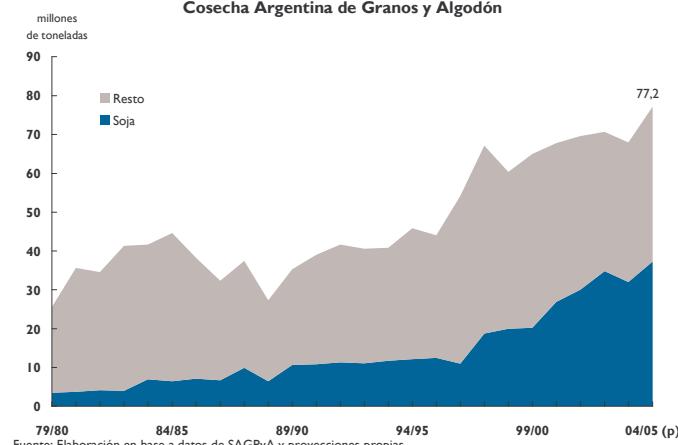
Mientras la producción del sector agrícola exhibió una caída, por el menor volumen de cosecha en el primer semestre, la de carnes y de lácteos creció fuertemente gracias a la mayor demanda externa.

Luego de la reducción de la cosecha agrícola registrada en la campaña 2003/04, el sector comenzó a transitar una campaña 2004/05 diferente a los ciclos previos. Aquí entra en juego la perspectiva de precios débiles como consecuencia de la mejora de las cosechas del hemisferio norte. A pesar de esto, los precios de los principales cultivos, en el período de la siembra de granos gruesos, aún se mantienen en valores similares a los vigentes en el mismo período del año pasado. Según estimaciones provisorias, la superficie a implantar en la campaña 2004/05 tendría un leve aumento respecto a la precedente. Aproximadamente la mitad de dicha superficie estará cubierta por la siembra de soja, siguiéndole en importancia las correspondientes a trigo y maíz.

De esta manera, y de existir las condiciones climáticas propicias para el desarrollo de los cultivos, la cosecha podría registrar un nuevo récord histórico y alcanzar 77,2 millones de toneladas

Gráfico III.14
Ocupación Comercial
 (locales activos / locales totales)


Fuente: INDEC y CEDEM

Gráfico III.15
Cosecha Argentina de Granos y Algodón


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

producidas gracias al aumento de la soja y del maíz (ver Gráfico III.15).

Se observó durante el año un fuerte crecimiento de la faena de carne vacuna y aviar. Sendas producciones se vieron favorecidas por la mayor demanda externa y el aumento de precios ocasionado por la salida del mercado de los Estados Unidos y Canadá, en el caso de la carne vacuna, y del Sudeste asiático en el caso de la carne aviar (a partir de la aparición de enfermedades en sus planteles). También se verificó un incremento de la actividad láctea gracias a la recomposición de la oferta ocasionada por la suba de los precios internacionales (ver Gráfico III.16). Sin embargo, en el corto plazo la oferta local es semirígida, por lo que el aumento de la demanda se traduce en parte en mayores precios, tal cual se vino dando en los últimos meses (ver Sección VIII).

Las perspectivas se mantienen favorables en el sector agropecuario. Si bien el sector agrícola tuvo una disminución de los precios de los *commodities* y un aumento de los costos, la rentabilidad se mantiene en niveles históricamente elevados aún considerando los derechos de exportación. El sector pecuario, por su parte, continuará con un escenario internacional favorable para sus productos. Los principales riesgos están dados por: la aparición de enfermedades que marginen a nuestros productos del mercado (como la fiebre aftosa o la Encefalopatía Espóngiforme Bovina - EEB-) o que reduzcan sus rendimientos (como la roya asiática sobre la soja); condiciones climáticas poco propicias; y la intensificación de las restricciones a las exportaciones de soja que, en casos puntuales, se registraron durante el tercer trimestre del año.

Servicios

El sector productor de servicios continuó creciendo durante el segundo trimestre a tasas algo menores, aunque se habrían ampliado en el tercer trimestre. Con excepción del sector de Intermediación financiera, que continúa recortando la importante caída en relación a 2003, el resto de los sectores mostraron una expansión en el segundo trimestre. Se destacó el aumento del Comercio minorista y mayorista, Transporte, almacenamiento y comunicaciones y Otras actividades de servicios comunitarias.

En el caso de los servicios públicos, la Telefonía volvió a liderar la suba seguida por el buen desempeño de la cantidad de vehículos que atraviesan por los peajes (ver Gráfico III.18). Por su parte, el sector de Transporte de pasajeros permanece estancado desde el segundo trimestre del año y el Transporte de cargas registra una baja en el trimestre por la menor cantidad de volumen transportado por el servicio ferroviario y de aeronavegación comercial. El sector energético, por su parte, también registra una leve caída, aunque debe destacarse el importante dinamismo que comenzó a mostrar la Producción de gas como consecuencia de la maduración de algunas inversiones.

Asimismo, el Gobierno tomó medidas que apuntan a ampliar el sistema energético nacional. En el corto plazo, una vez superado el cuello de botella de la provisión de gas durante los meses invernales, la Secretaría de Energía dispuso que las centrales térmicas utilicen a partir de septiembre solamente gas para reducir los costos de generación, al tiempo que suspendió el Programa de

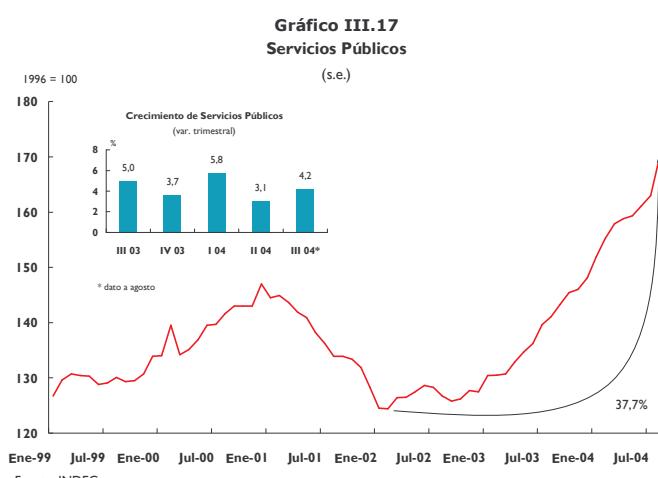
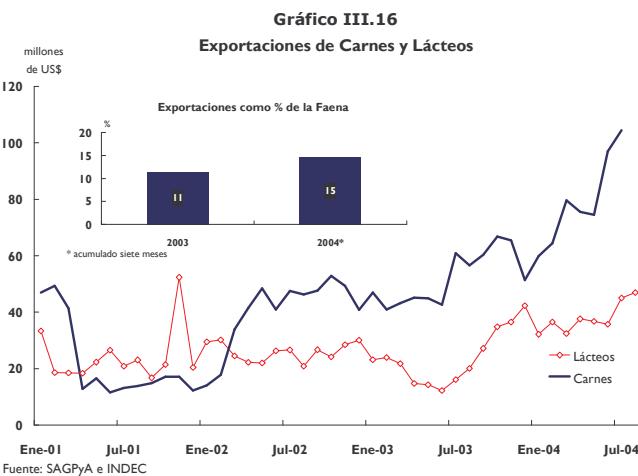
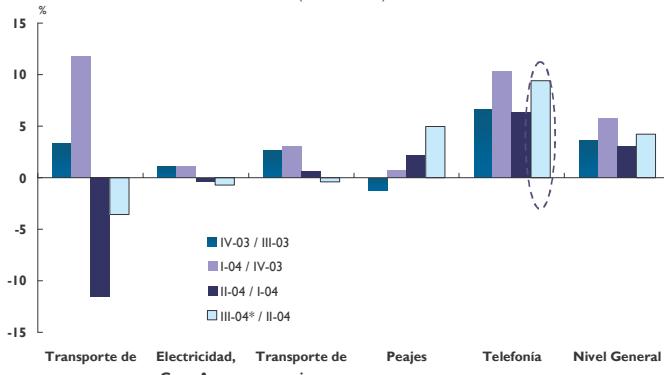




Gráfico III.18
ISSP. Evolución por Rubro
 (var. trim. s.e.)



* datos a agosto

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Uso Racional de la Energía para el consumo de gas. Sin embargo, en el caso de la electricidad aún podrían existir nuevas limitaciones durante los meses estivales, por lo que se continúa con la implementación de dicho programa. Además estaría en estudio el adelantamiento del huso horario para disminuir la demanda de energía eléctrica.

En el mediano plazo, el Gobierno en conjunto con el sector privado decidió encarar una serie de inversiones para ampliar el sistema energético, entre las que se destacan el tendido de nuevas líneas de alta tensión, el aumento de la capacidad de transporte de los gasoductos centrales, la creación del gasoducto noreste y la ampliación de la capacidad de generación, mediante la finalización de la central de Atucha II y la elevación de la cota de Yacyretá. Por su parte, también estaría en estudio la creación de dos nuevas centrales térmicas que serían financiadas por las empresas generadoras.

Con todo, la evolución de los servicios públicos continuaría en expansión en los próximos meses gracias a la mayor demanda generada por el crecimiento de la economía. Asimismo, las medidas tomadas por el Gobierno en el sector energético permitirían abastecer sin problemas esta demanda creciente, al menos en el corto plazo.





IV. EMPLEO Y SALARIOS

IV.1 Síntesis

La economía continuó creando puestos de trabajo en el segundo trimestre de 2004 con una elevada elasticidad empleo-producto, cercana a 1 cuando se mide en términos interanuales. A pesar de este importante dinamismo, la tasa de desempleo evidenció un leve aumento en relación al primer trimestre alcanzando 14,8%.

Sin embargo, corregida por planes de empleo, la tasa de desempleo volvió a reducirse en el período totalizando 19,1%. Esta dinámica esconde un crecimiento del empleo genuino aún mayor que el que reflejan las cifras de ocupados del INDEC. Además, el aumento de la oferta de trabajo fue muy superior al crecimiento poblacional, elevando la base sobre la cual se calcula el desempleo. Esto último habría sido originado por factores estacionales, pero también por otros elementos de más largo plazo como la suba de los ingresos reales de los trabajadores y las mejores perspectivas sobre la posibilidad de conseguir empleo.

En el cuarto trimestre de 2004, la tasa de desempleo se ubicaría en torno a 13% y seguiría reduciéndose durante 2005, gracias al crecimiento de la economía esperado para el año que viene.

Los salarios reales dejaron de crecer durante el segundo trimestre y parte del tercero, debido a una menor suba de los salarios nominales junto con mayores incrementos en el nivel de precios. Además, se registró un cambio en la composición del crecimiento de los salarios. Los salarios del sector público, que desde la salida del tipo de cambio fijo habían sido los más relegados, fueron los que impulsaron el Índice General de Salarios durante el segundo trimestre y en lo transcurrido del tercero.

Para los próximos meses se espera que continúe la recuperación de los ingresos reales de los trabajadores iniciada ocho trimestres atrás. La política de ingresos impulsada por el Gobierno a través de aumentos en los salarios públicos, asignaciones familiares y el impulso a las discusiones entre los sectores empresarios y sindicales para definir futuros aumentos en los sueldos privados, en conjunto con una demanda laboral que se ubica en niveles elevados y una oferta de trabajo que presenta ciertas rigideces, avalan estas proyecciones.

Gráfico IV.1
Tasa de Desempleo y Tasa de Actividad

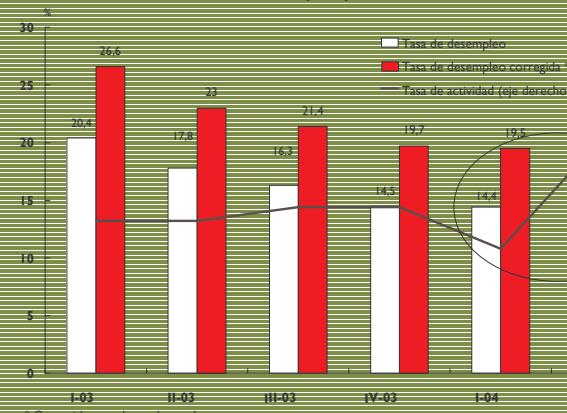
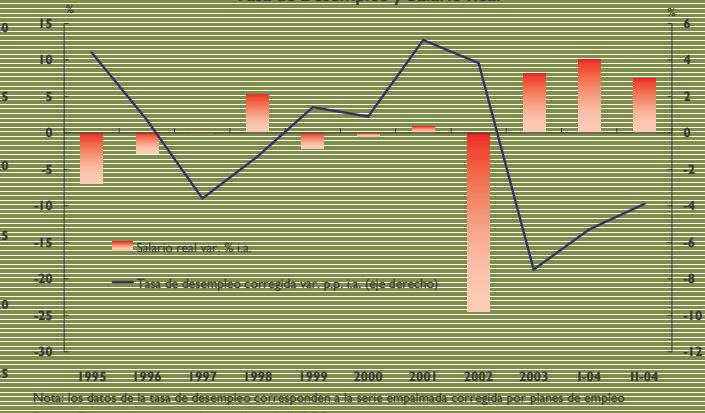


Gráfico IV.2
Tasa de Desempleo y Salario Real



IV.2 Empleo

En el segundo trimestre del año la economía continúo creando puestos de trabajo a buen ritmo, a pesar de la importante desaceleración observada en las tasas de crecimiento de la economía. Según los resultados que se desprenden de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) el empleo creció 1,6% en relación al primer trimestre del año, consistente con la creación de 145 mil nuevos empleos (185 mil cuando se expanden los números de la EPH al total de la población urbana). En términos interanuales (i.a.) el crecimiento del empleo alcanzó a 6,6%, por lo que la elasticidad empleo-producto se mantiene en niveles elevados, cercanos a 1 (ver Gráfico IV.3).

Sin embargo, esta dinámica del empleo no alcanzó para evitar que la tasa de desocupación del segundo trimestre registrara un aumento de 0,4 puntos porcentuales (p.p.) en relación a los primeros tres meses del año, para ubicarse en 14,8%.

Esto se debió en parte a que la Población Económicamente Activa (PEA; personas que trabajan o buscan activamente empleo) creció por encima de la tasa de crecimiento de la población urbana. En efecto la Tasa de Actividad (definida como el cociente entre la PEA y la Población Urbana) aumentó en el trimestre 0,8 p.p., alcanzando a 46,2% (ver Gráfico IV.1). Esta dinámica no obedecería por completo a cuestiones estacionales, sino que también habrían incidido factores tendenciales como la mejora en los ingresos reales de los trabajadores y las mayores perspectivas de conseguir trabajo en la medida en que se dinamiza la demanda de empleo, que según el indicador de demanda laboral de la Universidad Torcuato Di Tella, alcanza en el tercer trimestre niveles elevados.

El crecimiento de la PEA se dio mayormente dentro de la región del Gran Buenos Aires (GBA), donde aumentó 1,5 p.p., mientras que en los aglomerados del interior permaneció prácticamente sin cambios. La fuerte expansión de la PEA implicó un deterioro en la tasa de desocupación del GBA, que alcanzó 15,9%, nivel inclusive mayor que el registrado en el cuarto trimestre de 2003. Los conglomerados del interior, que durante el año pasado habían tenido una mayor tasa de creación de empleo favorecidos por el avance de las economías regionales, volvieron a generar nuevas fuentes de trabajo pero a un ritmo menor que la región del GBA. Así, y teniendo en cuenta la retracción de la tasa de actividad, en los aglomerados del interior la tasa de desempleo se ubicó en 13,3%.

Por otra parte, la caída en el número de planes Jefas y Jefes de Hogar vigentes, en la medida en que comienzan a tener efecto las políticas implementadas por el Ministerio de Trabajo para insertar laboralmente a los beneficiarios, reduce la creación genuina de puestos de trabajo. De hecho, excluyendo planes de empleo, la generación de puestos de trabajo se incrementó en el trimestre a una tasa mayor que la del empleo total (2,5%), revirtiendo la dinámica exhibida durante 2002 cuando una parte importante del crecimiento del empleo obedecía al otorgamiento de estos beneficios. Así, la tasa de desempleo corregida por planes disminuyó 0,4 p.p. en el último trimestre, mientras que la tasa de desempleo propiamente dicha aumentó en esa cuantía. En términos interanuales se observa una convergencia entre la tasa de desempleo corregida excluyendo los perceptores de un plan de

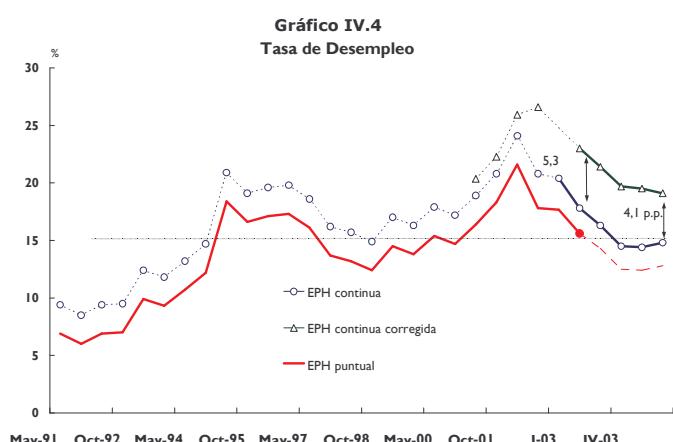
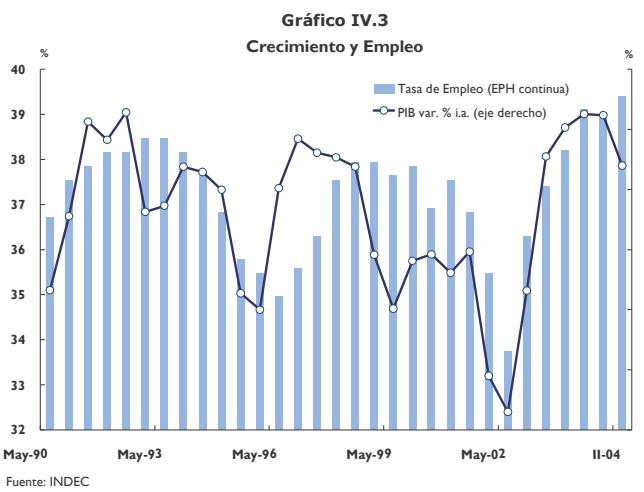
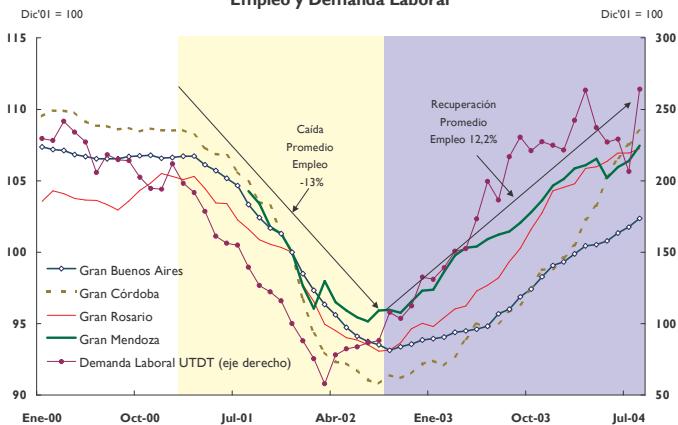
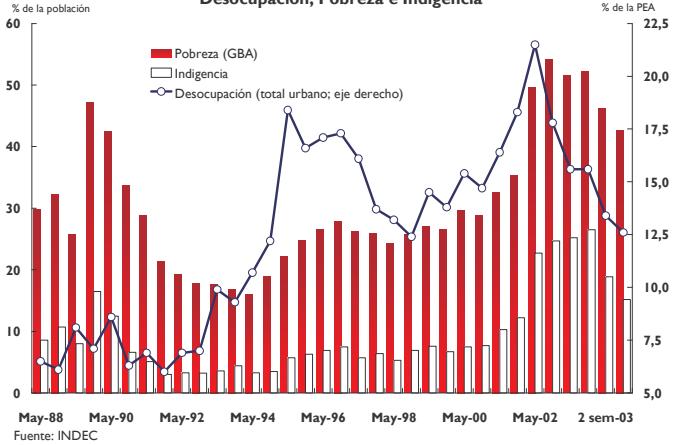
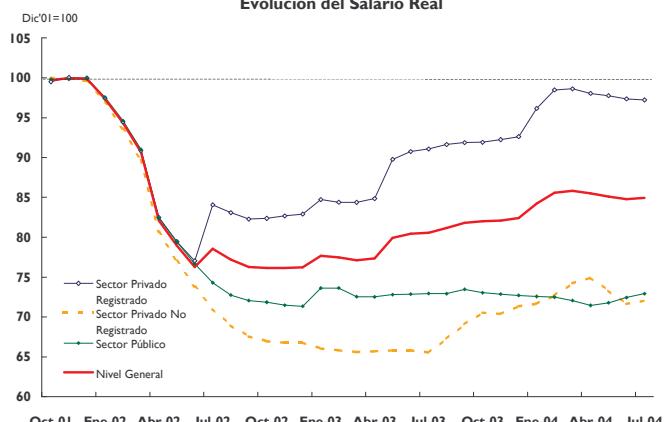


Gráfico IV.5
Empleo y Demanda Laboral


Fuente: Ministerio de Trabajo y Universidad Torcuato Di Tella

Gráfico IV.6
Desocupación, Pobreza e Indigencia

Gráfico IV.7
Evolución del Salario Real


empleo y la tasa de desempleo. En efecto la brecha entre ambas se redujo de 5,3 p.p. a 4,1 p.p. en el último año (ver Gráfico IV.4).

Los primeros indicadores del tercer trimestre del año muestran que la tendencia positiva del empleo continúa. El indicador de demanda laboral del mes de agosto difundido por la Universidad Torcuato Di Tella continúa registrando niveles elevados y los resultados de la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) confeccionada por el Ministerio de Trabajo confirman un nuevo aumento del empleo formal en los meses de julio y agosto (ver Gráfico IV.5). Para fin de año, consistente con un aumento del PIB en torno a 8% real, se proyecta que la tasa de desempleo se ubique en niveles cercanos a 13% y 2005 presentaría una nueva caída.

El fuerte aumento del empleo en conjunto con la estabilidad de precios se reflejó en una nueva e importante reducción de la incidencia de la pobreza. En el primer semestre, la cantidad de personas pobres, con ingresos que no alcanzan para comprar una canasta básica (CBT), en relación al total, bajó 3,5 p.p.. De igual modo, la cantidad de personas indigentes (ingresos por debajo del costo de la canasta básica alimentaria -CBA-) también se redujo 3,7 p.p.. De todas formas, a pesar de esta importante caída, 42,7% y 15,2% de las personas todavía son consideradas pobres e indigentes respectivamente, en base a los parámetros mencionados (ver Gráfico IV.6).

IV.3 Salarios

Luego de casi ocho trimestres de continua recuperación de los salarios reales, en el segundo trimestre del año se observó un amesetamiento. La menor suba de los ingresos nominales del trabajo, en conjunto con el mayor aumento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el segundo trimestre del año generaron esta trayectoria. El sector más perjudicado fue el conformado por los empleados informales cuyos salarios nominales se redujeron por primera vez luego de cuatro trimestres consecutivos de subas. Los salarios pagados a los trabajadores formales de la economía, por su parte, también registraron una leve disminución en parte explicada por la inexistencia de aumentos por decreto. Sólo los salarios pagados en el sector público mostraron una recomposición a partir del tercer trimestre producto de la decisión del Gobierno Nacional y de varias administraciones provinciales de realizar ajustes en los salarios de los segmentos más bajos. Adicionalmente, el aumento a los docentes a través del Fondo Nacional de Incentivo Docente (FONID) también contribuyó en este sentido (ver Gráfico IV.7).

Ante la trayectoria de los salarios privados, el Gobierno impulsó las discusiones entre los sectores empresarios y sindicales a través de la convocatoria al Consejo del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM) para mejorar vía acuerdo los ingresos del trabajo. En una de sus primeras reuniones se decidió elevar el SMVM en \$100, a \$450. Si bien esta medida tendría un impacto directo reducido, debido a que sólo un 10% de los asalariados formales perciben ingresos por debajo de ese monto, sienta las bases para un incremento del salario “en negro” en la medida que aumenta el nivel de referencia. Adicionalmente, se estaría trabajando en la implementación de una suba de las asignaciones familiares, que si bien sólo tendría incidencia sobre los ingresos del sector formal, no se vería reflejado en el índice por ser transferencias y no ingresos remunerativos.



Finalmente, aún cuando los salarios en términos de costos laborales continúan siendo reducidos en relación a los vigentes durante la Convertibilidad, sobre todo en los sectores productores de transables, algunas medidas destinadas a aumentar la estabilidad en el empleo como los elevados cargos de indemnización por despido y los fallos de la Corte Suprema de Justicia que eliminan los topes para el cálculo de la indemnización por despido y debilitan la posición empresaria en caso de accidentes laborales, contribuyen a aumentar los costos del trabajo. Este tipo de medidas tiende a reducir el dinamismo del empleo al tiempo que pueden generar una mayor informalidad, en el margen, del mercado de trabajo, dado el aumento del costo laboral diferencial entre ambos segmentos.



V. SECTOR EXTERNO

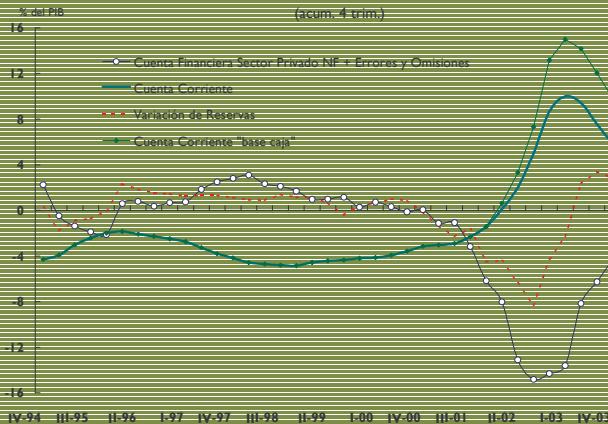
V.I Síntesis

A pesar de que el proceso de normalización de las cuentas externas continúa dándose a pasos acelerados, todavía persiste un abultado superávit de la balanza comercial y de la cuenta corriente al tiempo que se observa una importante estabilización de la cuenta capital. Esta trayectoria se da en un contexto donde el tipo de cambio real se mantiene estable y altamente competitivo en términos históricos. Para todo el año, se proyecta un superávit en cuenta corriente en torno a 1,5 p.p. del PIB, que asciende a 5 p.p. cuando no se consideran los intereses devengados de la deuda en default (una aproximación a la contabilización de la Cuenta Corriente en "base caja"). Asimismo, para 2005 y en función de las perspectivas acerca de la reestructuración de la deuda pública, la cuenta corriente mantendría un saldo positivo.

No obstante la continua reducción del superávit, la balanza comercial sigue siendo la principal fuente de divisas. Las exportaciones de bienes mantienen un buen ritmo de crecimiento, destacándose su mayor industrialización a raíz del fuerte incremento de la demanda proveniente de Brasil, y en 2004 finalizarían con un nuevo récord (US\$33.200 millones). En términos generales, el desempeño de las exportaciones del sector manufacturero (agropecuario e industrial) resulta muy positivo y explica casi la totalidad del aumento de las exportaciones totales. Para 2005, si bien se espera un incremento en las cantidades exportadas, apenas alcanzaría a compensar la reducción de los precios que seguiría afectando a las materias primas agropecuarias, de modo que el valor de las exportaciones se mantendría en niveles similares a los de 2004. Las importaciones continúan aumentando y alcanzarían US\$22.000 millones durante el año. Las compras de Bienes de Capital y de Consumo siguen impulsando el crecimiento simultáneamente con un fuerte aumento de las compras de combustibles para paliar el faltante energético durante el segundo trimestre del año.

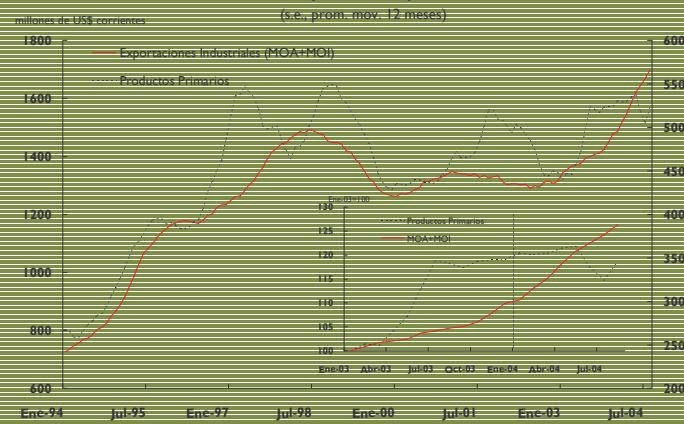
La Cuenta Financiera en "base caja" todavía registra una leve salida neta que tiende a revertirse. La formación de activos externos por parte del sector privado se stabilizó en niveles reducidos y es compensada por el aumento del financiamiento comercial y de la Inversión Extranjera Directa (IED). En el caso del sector público sigue predominando el efecto de los pagos netos a organismos internacionales. En la medida en que a la renegociación de los pasivos privados, que se viene dando desde fines del año pasado, se añada una resolución del proceso de reestructuración de la deuda pública, es factible que se acelere el flujo neto de capitales hacia la economía.

Gráfico V.1
Balance de Pagos
(acum. 4 trimes.)

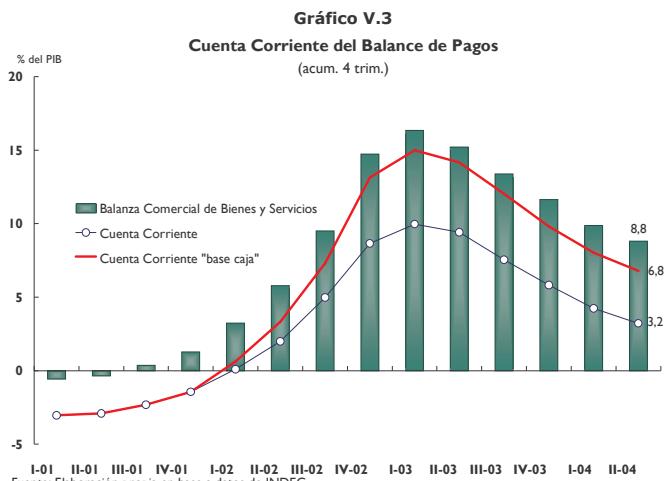


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

Gráfico V.2
Evolución de las Exportaciones por Grandes Rubros
(s.e., prom. mov. 12 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.



V.2 Cuenta Corriente del Balance de Pagos

El saldo de la Cuenta Corriente, aunque sigue siendo positivo muestra una tendencia declinante. En el primer semestre se registró un superávit anualizado de 2,8 puntos porcentuales (p.p.) del PIB. Esta tendencia se explica principalmente por la reducción del superávit de la Balanza Comercial de bienes. El aumento de las importaciones, impulsado por la fortaleza de la demanda interna, más que compensa el incremento de las exportaciones. Otro tanto sucede con la balanza de servicios, cuyo saldo continúa deteriorándose a partir de los mayores egresos del rubro fletes, ligados a la evolución de las importaciones y afectados también por el aumento de la cotización del petróleo crudo (ver Gráficos V.1 y V.3).

Por su parte, el saldo de la cuenta rentas, en donde se incluyen los débitos y créditos generados por el devengamiento de intereses y de utilidades y dividendos, continúa registrando un déficit creciente. Esta trayectoria se explica fundamentalmente por el mayor devengamiento de utilidades de las empresas propiedad de no residentes a partir de un mejor desempeño de la economía. En efecto, el monto de intereses devengados de la deuda externa se reduce levemente en el período. Cabe recordar que, dadas las características de registro del Balance de Pagos, este último rubro incluye los intereses no pagados de la deuda en *default*. Durante el primer semestre la acumulación anualizada de atrasos de intereses ascendió a 3,8 p.p. del PIB. Así, si se corrige la Cuenta Corriente por los intereses devengados y no pagados (una aproximación al cálculo de la Cuenta Corriente en "base caja") el saldo anualizado sería de aproximadamente 6,4 p.p. del PIB. De igual modo el registro de utilidades y dividendos se realiza en base devengado, lo que implica que no todo el débito imputado sale efectivamente del país y la parte que no es girada al exterior es contabilizada en la Cuenta Financiera dentro de la Inversión Extranjera Directa (IED), como una reinversión de utilidades.

Se proyecta que el año en curso finalice con un superávit de Cuenta Corriente en torno a 1,5 p.p. del PIB (aproximadamente 5 p.p. del PIB si se corrige por atrasos de intereses). Para 2005, si se tomara como base un grado de aceptación elevado de la oferta de reestructuración de la deuda pública, el superávit en Cuenta Corriente ascendería a 1,4 p.p. del PIB.

Balanza Comercial

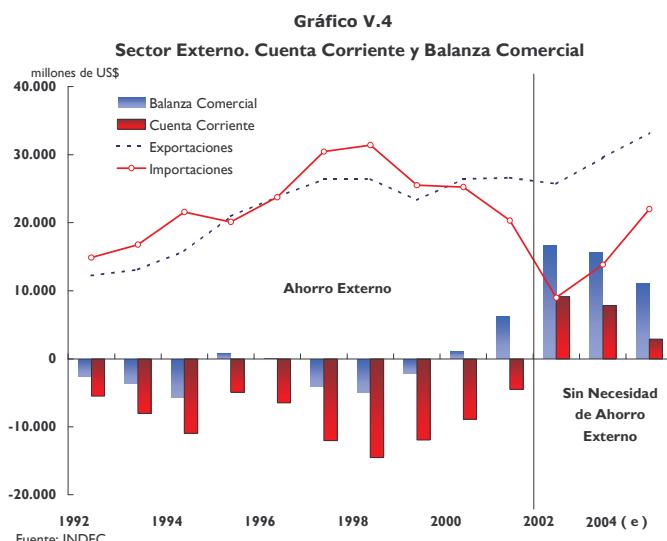
El saldo positivo de la Balanza Comercial continúa exhibiendo una marcada reducción como consecuencia del fuerte avance de las importaciones, que siguen siendo impulsadas por el aumento de la absorción interna. De esta forma, y pese al incremento que registran las exportaciones, el saldo de la Balanza Comercial exhibe un superávit de US\$8.449 millones en los primeros ocho meses de 2004 (ver Gráfico V.4).

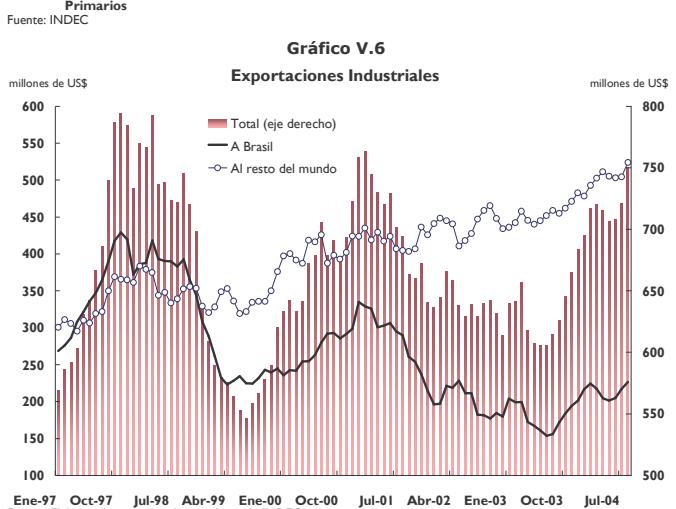
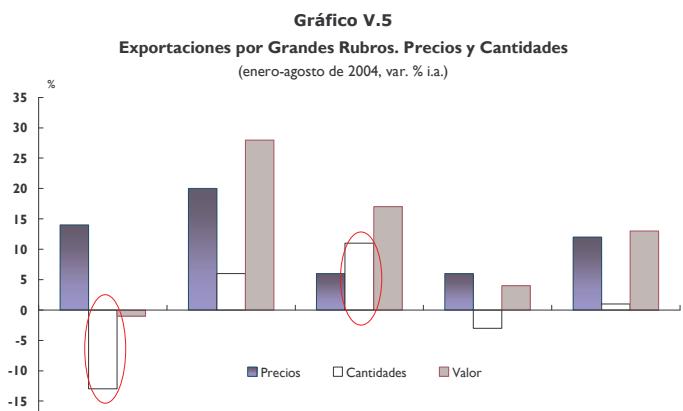
Las exportaciones continúan evolucionando favorablemente y en 2004 alcanzarían un nuevo récord (US\$33.200 millones). Para el próximo año, se espera un aumento en las cantidades exportadas, que sería en parte compensado por la reducción de los precios que desde mediados de año muestran las materias primas agropecuarias.

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

	2002	I-03	II-03	III-03	IV-03	2003	I-04	II-04
Cuenta Corriente	9.146	1.960	2.883	1.561	1.055	7.459	269	1.685
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	8,7	7,6	8,2	4,8	3,1	5,8	0,8	4,1
Cuenta Corriente "base caja", anualizada en % del PIB	13,5	13,3	12,6	7,9	6,8	10,0	5,0	7,6
Mercancías	17.236	4.188	4.968	4.027	3.265	16.448	2.880	4.104
Exportaciones fob	25.709	6.556	8.125	7.550	7.336	29.566	7.285	9.282
Importaciones fob	8.473	2.368	3.157	3.522	4.070	13.118	4.405	5.178
Servicios	-1.661	-456	-363	-461	-280	-1.560	-599	-450
Exportaciones de servicios	3.056	913	868	949	1.209	3.938	1.218	1.018
Importaciones de servicios	4.717	1.369	1.231	1.409	1.489	5.498	1.817	1.468
Rentas	-6.999	-1.903	-1.886	-2.152	-2.084	-8.025	-2.163	-2.171
Renta de la inversión	6.982	1.898	1.881	2.147	2.081	8.008	2.157	2.166
Intereses	7.213	1.774	1.791	1.794	1.779	7.140	1.729	1.626
Utilidades y Dividendos	230	-124	-90	-352	-302	-868	-428	-540
Ganados	350	164	115	83	90	451	125	143
Pagados	120	288	205	436	391	1.319	553	683
Otras Rentas	-16	-4	-5	-5	-3	-17	-7	-5
Transferencias corrientes	570	131	165	146	155	596	151	201

Fuente: INDEC

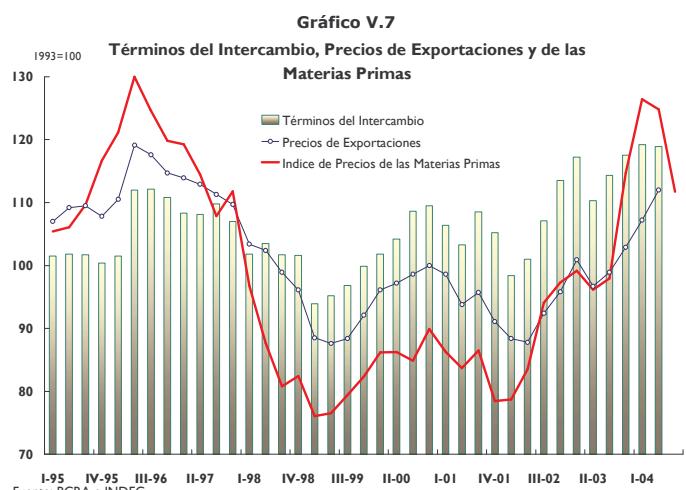




Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros y Contribución al Crecimiento
(millones de US\$)

Rubro	Enero-Agosto			
	2003	2004	Var %	Contribución
Productos Primarios	5.143	5.082	-1,2%	-2,3%
MOA	6.307	8.050	27,6%	66,2% (circulado)
MOI	4.892	5.711	16,7%	31,1%
Combustibles y Energía	3.520	3.652	3,7%	5,0%
TOTAL	19.861	22.494	13,3%	100,0%

Fuente: INDEC



Si bien en 2004 las exportaciones crecen impulsadas principalmente por mayores precios, el comportamiento no resulta homogéneo cuando se analizan las ventas por grandes rubros. En este caso se puede observar que el movimiento de los precios explica completamente el avance en el caso de las exportaciones de Productos Primarios (PP) y de Combustibles y Energía ya que las cantidades exportadas de estos rubros exhiben sendas caídas. Las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), el rubro de mayor crecimiento, se ven beneficiadas por un aumento simultáneo de precios y cantidades (aunque los primeros lo hacen en mayor medida). Finalmente, se destaca el caso de las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI), que registran aumentos combinados en precios y cantidades, en especial estas últimas, que acumulan una mejora de 11% interanual (i.a.) y lideran el crecimiento total de las cantidades exportadas (ver Gráfico V.5).

En los meses de junio y julio se observó una mayor retracción de las cantidades exportadas de productos primarios, en relación a la proyectada sobre la base de los rendimientos de la cosecha 2003/2004. Esta dinámica se explicó parcialmente por un aumento en la retención de granos por parte de los productores ante la caída en los precios y la aparición de inconvenientes en algunos de los envíos a China en esos meses. Asimismo, se observa una mayor industrialización de los productos primarios, que se reflejan en las mayores exportaciones de MOA. Sobre esta base, se espera un aumento de las exportaciones de productos primarios en los meses restantes del año (lo que ya se verificó en agosto), modificando parcialmente la estacionalidad, al tiempo que se mantendría el dinamismo de las MOA.

En efecto, las exportaciones de MOA continúan liderando el aumento de los envíos al exterior. Si bien sobresale el desempeño de los subproductos del complejo sojero (harina, aceite y pellets), que siguen constituyendo el pilar del crecimiento de las exportaciones totales, se verifica también un significativo avance de las exportaciones de carnes y lácteos. Estos productos se han visto beneficiados por el aumento de los precios internacionales y por la mejora del estatus sanitario del país, que paulatinamente recupera mercados que se habían cerrado como consecuencia de la aparición del brote de fiebre aftosa en 2001.

En el caso de las MOI, se observa una evolución favorable generada en parte por el aumento de la demanda brasileña a partir de la continua recuperación de los niveles de actividad que muestra esa economía. Sin embargo, también se verifica un importante crecimiento de las exportaciones industriales a otros destinos entre los que se destacan México, y los países integrantes de ALADI y ASEAN (ver Gráfico V.6). En términos generales, el desempeño de las exportaciones del sector manufacturero (MOA+MOI) resulta muy positivo y contribuye sustancialmente al aumento de las exportaciones totales (ver Cuadro V.2).

Las importaciones, por su parte, mantienen el dinamismo exhibido desde fines de 2002 y continúan creciendo de la mano de la mejora en la actividad económica, aunque se observa una influencia cada vez mayor de los precios de importación que a lo largo de los últimos meses comenzaron a crecer luego de varios años de tendencia negativa. De hecho, pese a encontrarse en su máximo histórico, los términos del intercambio comenzarían a deteriorarse a partir del tercer trimestre de este año debido a la conjunción de los

Cuadro V.3

Importaciones por Uso Económico y Contribución al Crecimiento
 (millones de US\$)

Uso Económico	Enero-Agosto			
	2003	2004	Var %	Contribución
Bienes de Capital y sus Piezas y Accesorios	2.651	5.477	106,6%	48,6%
Bienes de Consumo y Vehículos Automotores de Pasajeros	1.224	2.319	89,5%	18,8%
Bienes Intermedios	3.978	5.527	38,9%	26,6%
Combustibles y Lubricantes y Resto	379	722	90,5%	5,9%
TOTAL	8.232	14.045	70,6%	100,0%

Fuente: INDEC

mayores precios de importación y la debilidad de las cotizaciones de las principales materias primas exportadas por el país (ver Gráfico V.7). El año finalizaría con importaciones en torno a US\$22.000 millones y se espera un nuevo aumento para 2005, aunque consistente con una reducción de la elasticidad importaciones-producto.

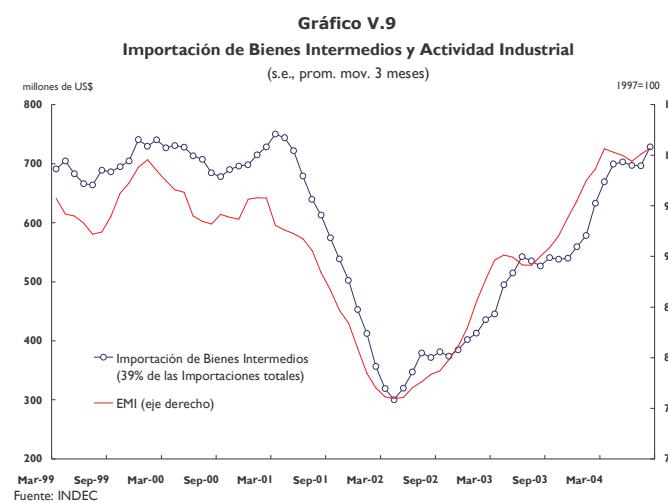
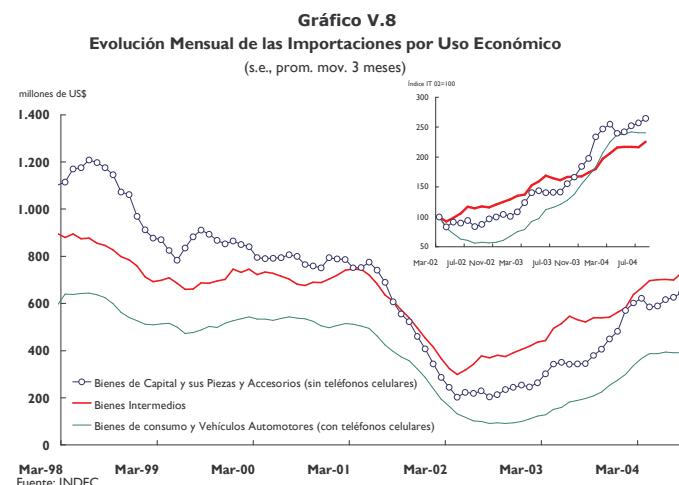
Como a lo largo de todo el año, las compras de Bienes de Capital continúan liderando el crecimiento de las importaciones totales a partir del aumento de la Inversión Privada. Tal como se observa en el Cuadro V.3, la evolución de las importaciones de Bienes de Capital y sus Piezas y Accesorios explica aproximadamente la mitad del crecimiento de las importaciones totales. Dentro de las importaciones de Bienes de Capital, uno de los productos de mayor importancia lo constituye la compra de teléfonos celulares, que en el transcurso del año representa aproximadamente 17% de las importaciones de dicho rubro. De todos modos, aún asignando estos productos dentro del rubro Bienes de Consumo, las importaciones de Bienes de Capital seguirían siendo el principal “motor” del aumento con una mejora de 111% i.a. a lo largo de 2004 (ver Gráfico V.8).

Otro rubro de marcado dinamismo es el de Bienes de Consumo (incluyendo vehículos automotores) que crece de la mano de la recuperación del Consumo Privado y en especial del consumo de bienes durables. En el caso de los vehículos automotores, el nivel de importaciones registrado en agosto resulta similar al observado a fines de 1998, cuando la Política Automotriz Común (régimen de intercambio compensado con Brasil) se encontraba todavía en pleno apogeo. Las importaciones de Bienes de Consumo, por otra parte, pese a haber acumulado un fuerte incremento desde el mínimo alcanzado en junio de 2002, todavía se encuentran lejos de los niveles pre-crisis, lo que estaría dando cuenta del avance en el proceso de sustitución de importaciones al menos en este rubro, en un contexto donde el consumo ya recuperó la mayor parte de la caída.

Finalmente, las importaciones de Combustibles y Lubricantes crecieron significativamente en el trimestre con respecto a un año atrás. Esta dinámica se explica en parte por las mayores compras de combustibles sustitutos para paliar el faltante energético, aunque también influyen los mayores precios del petróleo. Si bien, en agosto comenzó a notarse una desaceleración en esta tendencia en la medida en que los factores estacionales acotan el faltante, es probable que en el próximo invierno vuelva a generarse un aumento de este tipo de importaciones. Por último, las importaciones de Bienes Intermedios, el rubro de mayor peso en las importaciones totales, continuaron subiendo a un ritmo similar al que muestra el nivel de actividad en la industria (ver Gráfico V.9).

V.3 Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Capital y Financiera sin contabilizar los intereses impagos de la deuda externa (una *proxy* de la contabilización en “base caja”) continúa exhibiendo señales de estabilización y alcanzó en el segundo trimestre de 2004 un saldo casi equilibrado. En efecto, contando el financiamiento involuntario de los intereses impagos de la deuda externa en cesación de pagos ya en el primer semestre del año se observa un resultado positivo. En los próximos meses se espera que este proceso se consolide a partir de un mayor



Cuadro V.4

Estimación del Balance de Pagos, Cuenta Capital y Financiera

(millones de US\$)

	2002	I-03	II-03	III-03	IV-03	2003	I-04	II-04
Cuenta capital y financiera	-11.739	-1.533	-650	44	-337	-2.476	409	1.225
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-11,1	-5,9	-1,9	0,1	-1,0	-1,9	1,2	3,0
Cuenta capital y financiera "base caja"	-16.825	-2.996	-2.181	-969	-1.610	-7.756	-1.019	-185
Cuenta capital	406	32	1	36	2	70	3	0
Cuenta financiera	-12.145	-1.565	-651	8	-340	-2.547	405	1.225
Sector Bancario	-2.573	-469	-898	-488	-1.145	-3.001	-603	-804
Sector Público no Financiero	3.618	738	943	1.962	993	4.636	1.134	1.335
Gobierno Nacional	3.683	759	995	1.979	1.002	4.735	1.139	1.356
Sector Privado No Financiero	-13.190	-1.834	-695	-1.466	-187	-4.182	-126	693
Errores y Omisiones Netos	-1.929	-352	-581	-369	-94	-1.396	206	-340
Variación de Reservas Internacionales	-4.521	75	1.651	1.236	624	3.587	884	2.569
Item de memorando. Financiamiento Involuntario	12.544	2.846	3.841	2.334	5.330	14.351	4.929	2.332

Fuente: INDEC

ingreso de capitales privados, que se daría en la medida en que a la renegociación de los pasivos del sector privado se añada una resolución adecuada del proceso de reestructuración de la deuda pública en *default*.

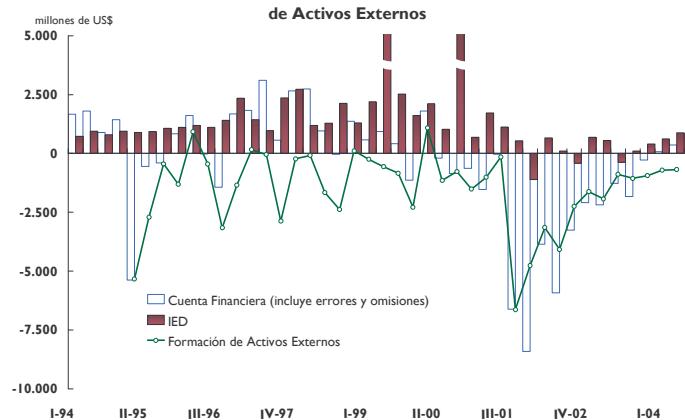
La cuenta financiera del Sector Privado no Financiero mostró por primera vez en más de dos años un ingreso neto, impulsado por el crecimiento de la IED. Si bien esta dinámica responde en parte a la reinversión de utilidades devengadas, también se observa un aumento en los aportes de capital y de la deuda con matrices y filiales del exterior. Se destaca además, el aumento que viene exhibiendo el financiamiento comercial, principalmente a través de proveedores, desde hace ya un semestre. Asimismo, se observó una nueva reducción de la formación de activos externos por parte del sector, que se estabilizó en aproximadamente US\$700 millones trimestrales. Cabe destacar que, a diferencia de lo observado durante los últimos dos años, el saldo de la cuenta financiera del sector respondió en mayor medida a incrementos en los pasivos (IED y financiamiento) y no sólo a la formación de activos externos que había constituido el rubro más importante de la cuenta durante ese período, lo cual explica el cambio de signo (ver Gráfico V.10).

La evolución de la Cuenta Financiera del Sector Público no Financiero sigue estando dominada por los pagos netos de capital realizados a Instituciones Financieras Internacionales, que alcanzaron US\$472 millones durante el segundo trimestre y US\$761 millones adicionales en el tercero. Así, a lo largo de 2004 el Sector Público no Financiero habrá pagado, neto de desembolsos, aproximadamente US\$2.330 millones. En el caso del Sector Financiero la tendencia observada resulta similar toda vez que el cierre de operaciones de renegociación de deuda se refleja como una reducción del pasivo del sector y, por lo tanto, como una salida neta en Cuenta Financiera.

V.4 Reservas Internacionales

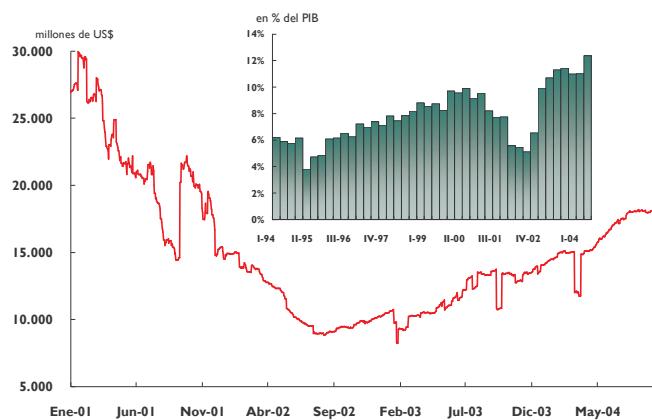
Durante el segundo trimestre el BCRA acumuló Reservas Internacionales por valor de US\$2.569 millones, el flujo más elevado desde el cuarto trimestre de 1999. Así, las Reservas Internacionales en poder del BCRA registraron un máximo absoluto en los últimos diez años medidas como porcentaje del PIB (ver Gráfico V.11). Asimismo, durante el tercer trimestre otros US\$781 millones se agregaron al stock de reservas, que se espera continúen creciendo durante 2005 y se mantengan como el principal motor de monetización de la economía (ver Sección VII y Apartado 5).

Gráfico V.10
Sector Privado no Financiero: Cuenta Financiera, IED y Formación de Activos Externos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico V.11
Reservas Internacionales del BCRA



Fuente: BCRA





VI. FINANZAS PÚBLICAS

VI.1 Síntesis

Las finanzas del Gobierno Nacional continúan fortaleciéndose, principalmente por el buen desempeño de la recaudación tributaria que a nivel nacional se ubica en torno a 22% del PIB y ya alcanza máximos históricos. El gasto primario, por su parte, siguió en aumento reflejando las medidas de recomposición de ingresos, los mayores gastos en infraestructura y el incremento de las transferencias a las provincias. Los gobiernos provinciales también muestran una consolidación en sus cuentas públicas, incluso por encima de lo esperado. Así, se prevé un resultado primario consolidado ampliamente superior al estimado en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Aún cuando no se recibieron los desembolsos previstos de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI), el elevado superávit fiscal le permitió al Gobierno afrontar sus compromisos de deuda en situación regular y sólo se requirió la asistencia del BCRA mediante adelantos transitorios (AT) en forma limitada. En consecuencia, el Sector Público continuó siendo un factor de contracción monetaria. La postergación de la tercera revisión del acuerdo con el FMI, que impide el desembolso de fondos, podría hacer necesario una mayor asistencia del BCRA al Gobierno Nacional para cancelar servicios de capital con las IFI, factor que no tendría impacto monetario.

El Proyecto de Presupuesto Nacional 2005 prevé, sobre la base de un escenario macroeconómico en línea con las expectativas del mercado, un superávit primario nacional de 3,2% del PIB para el año próximo. Así, el Gobierno contaría con los recursos necesarios para financiar los servicios de intereses y la mayor parte de las amortizaciones de la deuda en situación regular. En este contexto, se espera que el Sector Público siga siendo un factor de contracción monetaria en 2005.

Continuando con el proceso de reestructuración de la deuda en default, la Securities and Exchange Commission (SEC) de EE.UU. declaró efectivo el Registration Statement presentado en junio y el Gobierno prevé realizar la oferta de canje de esa deuda por nuevos títulos antes de fin de año. Consistente con esta pauta, el Presupuesto 2005 contempla los recursos necesarios para los servicios de la deuda reestructurada.

Gráfico VI.1

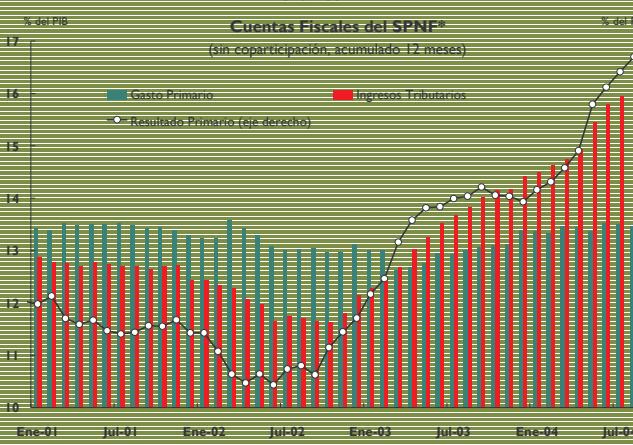
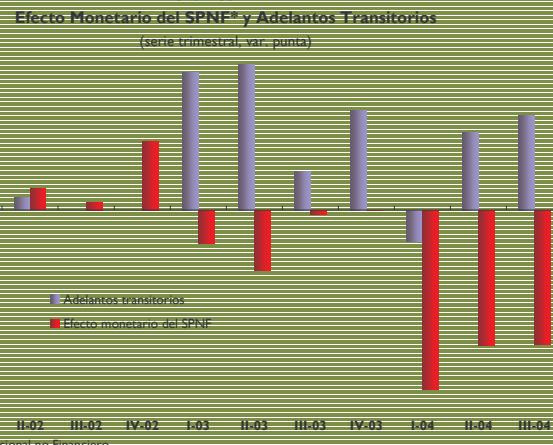


Gráfico VI.2



* Sector Público Nacional no Financiero

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



VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

Ingresos

Las finanzas públicas, tanto nacionales como provinciales, continúan fortaleciéndose principalmente por el buen desempeño que sigue mostrando la recaudación tributaria (ver Gráfico VI.3).

La presión tributaria nacional se ubica en torno a 22% del PIB, superando los máximos históricos. Igual que en los trimestres anteriores, continúan siendo determinantes para este desempeño los impuestos más ligados a la actividad económica, como el IVA, el impuesto a las Ganancias y los recursos de la Seguridad Social, que en conjunto explicaron más de 80% de la mejora respecto a 2003. En realidad, la recaudación sin considerar el Impuesto a los Créditos y Débitos Bancarios (ICDCB) y los Derechos de Exportación ya alcanza, en términos del PIB, niveles superiores a los observados antes de la crisis iniciada a fines de 2001 (ver Gráfico VI.4).

Aunque comienza a notarse una desaceleración en el crecimiento de los ingresos tributarios, las tasas de variación interanual aún se ubican por encima de los indicadores de actividad. El impuesto a las Ganancias continúa reflejando, en parte, los beneficios extraordinarios obtenidos por algunas empresas durante 2003, situación que no se repetiría este año, determinando una base imponible menor para 2005. La buena evolución del tributo durante 2004 habría favorecido la decisión del Gobierno de postergar el pago de los anticipos de diciembre próximo para el año siguiente.

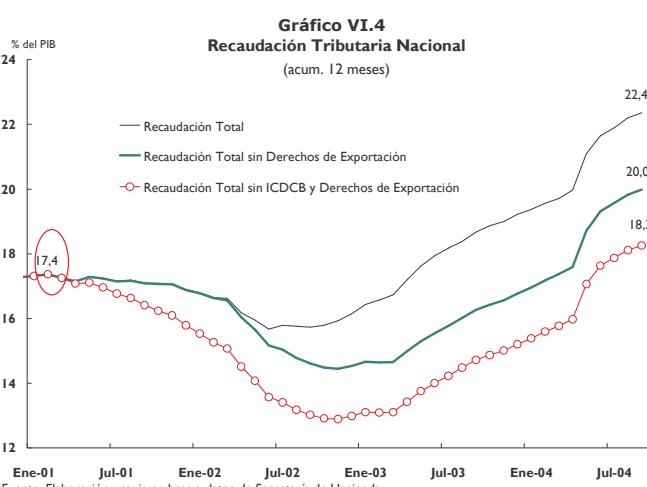
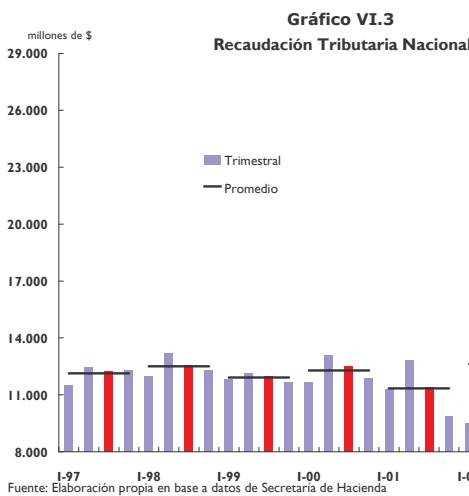
Los impuestos considerados más distorsivos (Derechos de Exportación e ICDCB) mantienen su recaudación en niveles elevados, pero la incidencia en el total de recursos comienza a caer por el buen desempeño de los tributos tradicionales. En particular, el ICDCB continúa exhibiendo incrementos en la recaudación diaria promedio, lo que se explicaría en parte por un mayor nivel de actividad y por la posibilidad de tomarlo a cuenta de otros impuestos. Adicionalmente, se dio un nuevo paso en la eliminación del tributo, al quitar de la base imponible los movimientos que se realizan entre depósitos a plazo fijo y cuentas corrientes.

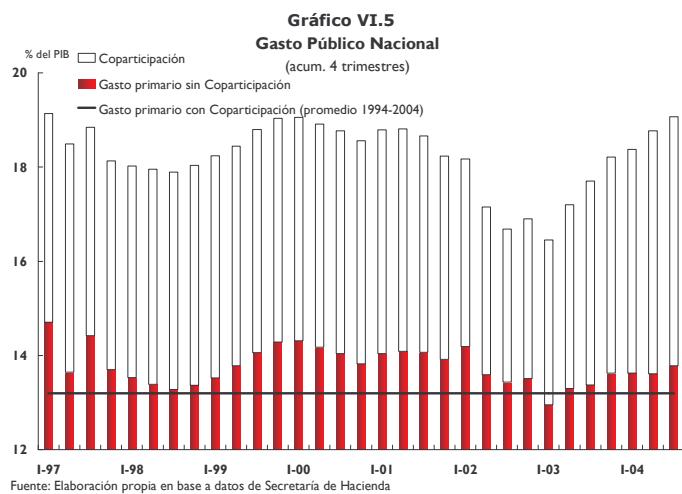
De todas formas, en los próximos meses se espera que continúe el crecimiento de la recaudación impositiva, incluso por encima del nivel de actividad y la presión tributaria para 2004 se ubicaría en 23% del PIB.

Gasto y Resultado

El gasto primario nacional continúa creciendo y se ubica, en términos del PIB, en los promedios históricos. Este aumento refleja, en gran medida, las mayores transferencias a las provincias (tanto automáticas como discrecionales), la recuperación del gasto en infraestructura y la política de recomposición de ingresos llevada adelante por el Gobierno Nacional a través de aumentos en los salarios y las jubilaciones.

En particular, en junio pasado el Gobierno otorgó un aumento de carácter no remunerativo a los empleados de menores ingresos de la Administración Nacional. Este consta de \$150 a aquellos que ganan menos de \$850 y la diferencia entre el salario y \$1.000 para quienes





ganan hasta este último monto. En tanto que las jubilaciones y pensiones fueron incrementadas en repetidas ocasiones, al llevar el mínimo, en una primera etapa, desde \$260 mensuales vigente a junio hasta \$280 en septiembre. Posteriormente, a partir del pago de octubre recibirían un aumento de 10% todos los que perciben menos de \$1.000, con lo cual la jubilación mínima se ubicará en \$308.

Adicionalmente a estos incrementos, se esperan nuevos aumentos en el gasto para el próximo trimestre en función de medidas ya adoptadas y otras que se encuentran en estudio, como es el caso del incremento en las asignaciones familiares.

Asimismo, se estima que comenzarán a reflejarse con mayor intensidad en las cuentas públicas las erogaciones de capital, por el inicio de varias obras de infraestructura que fueron anunciadas en el trimestre pasado.

De esta forma, el año concluiría con un nivel de gasto primario, excluidas las transferencias a las provincias por la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI), en torno a 14,5% del PIB, superando el promedio de la última década (ver Gráfico VI.5).

En este contexto, el superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) en base caja de 3,6% del PIB (\$15.422 millones) acumulado en los primeros ocho meses del año, se ampliaría hacia la finalización de 2004, aún considerando las medidas anunciadas en las últimas semanas. El resultado alcanzado hasta agosto fue suficiente para afrontar el pago de intereses de la deuda pública en situación regular que alcanzaron \$4.082 millones en el mismo período. Así, el SPNF mostró un resultado financiero de \$11.341 millones.

Aún cuando no se recibieron los desembolsos originalmente previstos de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) en el último trimestre, el elevado superávit fiscal le permitió al Gobierno afrontar la mayor parte de los servicios de capital de la deuda en situación regular y sólo se requirió la asistencia del BCRA a través de adelantos transitorios (AT) en forma limitada. En particular, estos fondos fueron utilizados para cubrir la diferencia entre desembolsos y amortizaciones de capital con las IFI. En consecuencia, en línea con lo ocurrido desde 2003, el Sector Público continuó siendo un factor de contracción monetaria.

La postergación de la tercera revisión del acuerdo con el FMI, que impide el desembolso de fondos, podría determinar la necesidad de mayor asistencia del BCRA al Gobierno Nacional para cancelar servicios de capital con las IFI. Sin embargo, esta transferencia no generaría efecto monetario y se mantendrá dentro de los límites fijados por la Carta Orgánica de esta institución.

Proyecto de Presupuesto Nacional 2005

El Proyecto de Presupuesto Nacional 2005 (PP-05) contempla, en líneas generales, un escenario macroeconómico que está de acuerdo con las previsiones del mercado y del BCRA (ver Cuadro VI.1 y Sección III).

La presión tributaria se ubicaría en 22,4% del PIB en 2005, levemente por debajo de la prevista para este año. Los ingresos

(1) Se informa la var. punta entre el promedio del IV trim de cada año

(2) Se informa el promedio anual

Fuente: Proyecto de Presupuesto 2005

	2003	2004	2005
PIB Nominal; en miles de millones de \$	375,9	425,1	476,4
PIB; var. % real	8,9	6,5	4,0
PIB; var. % precios implícitos	10,9	6,2	7,8
Consumo; var. % real	8,2	6,7	3,8
Inversión; var. % real	38,2	32,5	7,6
Exportaciones; var. % real	5,1	5,8	5,9
var. % precios implícitos	9,6	6,0	4,8
Importaciones; var. % real	53,1	44,2	10,6
var. % precios implícitos	0,1	3,8	6,3
Inflación ¹ ; var. %	3,7	6,3	7,9
Tipo de Cambio ² ; \$/US\$	2,95	2,95	3,05

Cuadro VI.2

Sector Público Nacional no Financiero - Presupuesto 2005

	2004		2005		Variación Nominal %
	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	
Ingresos Corrientes	103.148	24,3	114.962	24,1	11.814 -0,1
Ingresos Tributarios*	96.131	23,6	106.906	22,4	10.775 -0,2
Ingresos no Tributarios y otros	7.018	1,7	8.056	1,7	1.039 0,0
Gastos Corrientes	88.878	20,9	99.982	21,0	11.104 0,1
Gastos de Consumo	14.003	3,3	15.363	3,2	1.360 -0,1
Remuneraciones	9.544	2,2	10.357	2,2	813 -0,1
Bienes y Servicios	4.459	1,0	5.005	1,1	547 0,0
Rentas de la Propiedad	7.362	1,7	10.309	2,2	2.946 0,4
Seguridad Social	21.888	5,1	23.949	5,0	2.061 -0,1
Transferencias Corrientes	45.413	10,7	50.193	10,5	4.781 -0,1
Otros Gastos	213	0,1	169	0,0	-44 0,0
Resultado Económico	14.270	3,4	14.981	3,1	711 -0,2
Recursos de Capital	137	0,0	217	0,0	80 0,0
Gastos de Capital	7.554	1,8	10.229	2,1	2.675 0,4
Total Recursos	103.285	24,3	115.179	24,2	11.894 -0,1
Total Gastos	96.432	22,7	110.210	23,1	13.779 0,5
Resultado Financiero	6.854	1,6	4.969	1,0	-1.885 -0,6
Resultado Primario	14.215	3,3	15.266	3,2	1.051 -0,1

* Incluye contribuciones a la Seguridad Social

Fuente: Proyecto de Presupuesto 2005

impositivos aumentarían alrededor de 11,2% en términos nominales, impulsados principalmente por el mayor nivel de actividad económica y la contribución de los recursos relacionados al comercio exterior. El PP-05 contempla el efecto adverso que tendrá sobre la recaudación la vigencia plena del pago a cuenta de Ganancias y Ganancia Mínima Presunta originado en el ICDCB. También influiría negativamente el régimen fiscal para inversiones en bienes de capital destinados a la actividad industrial y obras de infraestructura.

En términos de gasto primario, el PP-05 contempla el impacto fiscal de todas las medidas tomadas durante el año, como el aumento de salarios y las jubilaciones. Asimismo, se destaca la ampliación de recursos para atender una mayor inversión en infraestructura social, en donde la construcción de viviendas adquiere particular relevancia. Con todo, el gasto primario nacional alcanzaría 21% del PIB.

Así, el superávit primario nacional sumaría \$15.266 millones (3,2% del Producto) en 2005. Este significativo resultado permitiría contar con los recursos para afrontar no sólo los intereses de la deuda en situación regular, sino también los servicios correspondientes a los nuevos títulos que se emitán luego de finalizado el proceso de reestructuración de la deuda en *default* (ver Cuadro VI.2 y VI.3).

Las previsiones de financiamiento para el próximo año suponen el refinanciamiento del total de los vencimientos de capital con las IFI e, incluso, se espera que los desembolsos superen el total de las amortizaciones. Así, el Gobierno contaría con los recursos para afrontar la mayor parte de las amortizaciones de la deuda en situación regular. Además se prevé recurrir a la asistencia del BCRA por \$2.156 millones en términos netos, una vez más, dentro de los límites que fija la Carta Orgánica de esta institución.

En este marco, se espera que el sector público continúe siendo un factor de contracción monetaria en 2005.

Deuda Pública

En el segundo trimestre del año, el stock de deuda del SPNF aumentó US\$1.262 millones y alcanzó al 30 de junio US\$181.202 millones. Sin embargo, el ratio deuda/PIB cayó a 128% (ver Gráfico VI.6).

Las nuevas emisiones y amortizaciones de deuda no tuvieron un impacto significativo sobre la evolución del stock en el trimestre y, en conjunto, implicaron un aumento de US\$431 millones. El resto de la variación fue explicada por ajustes de valuación, como la evolución del tipo de cambio, la capitalización de intereses, la actualización de saldos por el CER y la acumulación de atrasos de los servicios de intereses de la deuda en situación irregular. En particular, las fluctuaciones de las distintas monedas en que está denominada la deuda implicó una disminución de los pasivos públicos de US\$2.175 millones en el trimestre.

En este contexto, la composición de la deuda y sus principales características financieras se mantuvieron sin mayores cambios respecto del trimestre anterior. Poco más de 47% se encuentra expresada en dólares estadounidenses, 24% en pesos y 23% en euros. Dos tercios de las emisiones pagan tasa fija, contribuyendo a

Cuadro VI.3

Resumen de Estimaciones Fiscales - Presupuesto 2005

	2003		2004		2005	
	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB
Recaudación	72.275	19,2	96.131	22,6	106.906	22,4
Gasto primario	68.448	18,2	89.070	21,0	99.913	21,2
Intereses	6.879	1,8	7.361	1,7	10.297	2,2
Resultado primario	8.646	2,3	14.215	3,3	15.266	3,2

Fuente: Proyecto de Presupuesto 2005 y BCRA

Gráfico VI.6

Deuda Pública Nacional



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



que la tasa de interés ponderada por instrumento se mantuviera en 5,8%.

Por su parte, continuando con el proceso de reestructuración de la deuda en *default*, el 29 de septiembre la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de EE.UU. declaró efectivo el *Registration Statement* que incluye la descripción básica de la situación económica y social argentina y una caracterización general de los nuevos títulos a emitir. En las próximas semanas se espera la presentación ante la SEC del suplemento (*Prospectus*) con las condiciones específicas del canje. En este marco, el Gobierno prevé realizar la oferta antes de fin de año.

Finanzas Públicas Provinciales

En el ámbito provincial, la información disponible del primer semestre confirma que las finanzas públicas continúan mejorando, en un contexto de recaudación tributaria récord (ver Cuadro VI.4).

Los elevados niveles de recaudación nacional generaron un importante aumento de las transferencias a las provincias, que explican la mayor parte de la mejora de los ingresos. Asimismo, los recursos tributarios específicos de las jurisdicciones, aunque muestran una recuperación respecto al año pasado, comienzan a registrar una esperable desaceleración, que resultaría más pronunciada por el comportamiento estacional de la segunda mitad del año, determinado por la legislación.

El semestre pasado el principal incremento del gasto primario respondió a aumentos en las remuneraciones, dinámica que indicaría que desde fines de 2003 habría comenzado un proceso de recomposición de ingresos de los empleados públicos en algunos distritos. Se estima que este escenario continuará en los próximos meses, teniendo en cuenta la importante retracción real de los salarios públicos y la presión que generaría sobre las administraciones provinciales el aumento de salarios otorgado en junio por el Gobierno Nacional.

Asimismo, se destaca un importante aumento en las erogaciones destinadas a la inversión pública, una de las partidas más afectadas en los últimos años. Este crecimiento reflejaría, también, el aumento en las transferencias de capital que realiza el Gobierno Nacional.

A su vez, el pago de intereses resultó mayor al del primer semestre de 2003 por los servicios de los Bogar y de los Boden originados en el canje de las cuasimonedas.

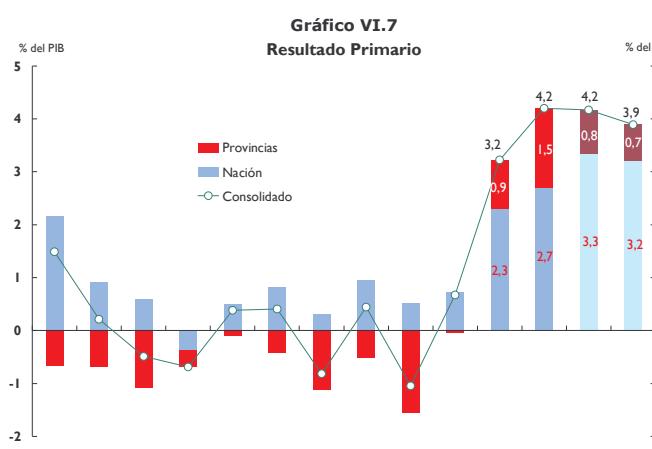
Así, el resultado primario del primer semestre (\$5.953 millones; 1,5% del PIB) superó ampliamente el alcanzado en 2003. Sin embargo, en la segunda mitad del año, por la estacionalidad de los ingresos y un nuevo aumento del gasto primario, se podría observar una reducción del nivel de superávit primario. No obstante, el resultado primario provincial en 2004 resultaría mayor a la proyección de 0,8% del PIB previsto en el PP-05.

Resultados Fiscales Consolidados

El comportamiento fiscal en términos consolidados durante 2004 continúa mostrando la importante recuperación de los ingresos

	Cuadro VI.4						
	Finanzas Públicas Provinciales						
	(millones de \$)		I Sem.		Variación i.a.		
	2001	2002	2003	2003	2004	Nominal	%
Ingresos Totales	30.014	32.385	42.653	19.622	27.714	8.092	41,2
Porcentaje del PIB	11,2	10,4	11,3	5,6	6,9	1,3	22,9
Tributarios	25.327	25.813	34.478	16.073	23.415	7.342	46
De origen nacional	15.561	15.217	20.146	9.244	14.654	5.410	59
Propios	9.766	10.596	14.332	6.829	8.761	1.932	28
Otros	4.686	6.571	8.175	3.549	4.299	750	21
Regalías	1.052	2.086	2.741	1.174	1.404	231	20
Gasto Total	36.382	34.015	41.023	18.524	22.583	4.059	22
Porcentaje del PIB	13,5	10,9	10,9	5,3	5,6	0,3	6,1
Salarios	18.753	18.117	19.123	9.341	10.478	1.137	12
Bienes y Servicios	3.889	3.734	5.228	2.207	2.530	323	15
Intereses	2.426	1.478	1.808	541	823	282	52
Transferencias al Sec. Privado	3.327	3.448	4.008	1.900	2.160	260	14
Transferencias al Sec. Público	4.937	5.094	6.431	3.074	3.959	885	29
Inversión Real Directa	2.249	1.740	3.199	1.016	1.827	811	80
Otros gastos	801	404	1.226	444	806	362	81
Gasto Primario	33.956	32.537	39.215	17.984	21.760	3.777	21
Porcentaje del PIB	12,6	10,4	10,4	5,1	5,4	0,3	5,3
Resultado Primario	-3.943	-153	3.438	1.638	5.953	4.315	263
Porcentaje del PIB	-1,5	0,0	0,8	0,5	1,5	1,0	216,3
Resultado Global	-6.368	-1.631	1.630	1.098	5.130	4.033	367
Porcentaje del PIB	-2,4	-0,5	0,4	0,3	1,3	1,0	306,8

Fuente: Secretaría de Hacienda



oportunamente comentada. Estos alcanzan en términos anualizados un máximo histórico, al superar el registro de 2003 en más de 3 p.p. del PIB, explicando en gran medida el aumento del superávit primario (ver Gráfico VI.7).

El gasto primario exhibió una recuperación importante (1,4% del PIB) luego del ajuste de casi 3 p.p. del PIB registrado tras la crisis en 2002. No obstante, se mantiene aún en niveles menores al promedio del período 1993-2000 (23,4% del PIB).

De esta forma, el superávit primario consolidado en el primer semestre se ubicó en 4,2% del PIB, determinando que las perspectivas fiscales para este año continúen siendo positivas. Aunque se esperan aumentos del gasto primario consolidado, un nuevo crecimiento de los ingresos, principalmente de los recursos impositivos originados a nivel nacional, permite prever que el superávit primario consolidado supere 5,5% del PIB.

Con la mejora lograda en las finanzas públicas, la reciente sanción de la Ley de Responsabilidad Fiscal podría generar un esquema adecuado para la consolidación de la disciplina fiscal en el mediano y largo plazo.



VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

VII.1 Síntesis

Durante el tercer trimestre de 2004, la política monetaria continuó centrada en consolidar la estabilidad de precios sin afectar el ritmo de crecimiento de la actividad económica. La evolución de los distintos agregados monetarios, el crédito y la tasa de inflación dan cuenta de un cumplimiento adecuado del Programa Monetario por quinto trimestre consecutivo.

La política monetaria se encuentra en una fase de transición desde un esquema de metas intermedias cuantitativas hacia uno de fijación de una tasa de interés de referencia como principal instrumento de política. En este contexto, las innovaciones más importantes acontecidas en el mercado monetario en el tercer trimestre del año tienen su origen en las acciones del BCRA tendientes a la profundización del mercado de pases, con el objeto de disponer de un mercado desarrollado por medio del cual poder instrumentar su política monetaria. Esto llevó a que la posición de efectivo mínimo de los bancos resulte más ajustada, y que tanto las tasas de interés del mercado de pases entre privados, como las del mercado interbancario y algunas de las tasas pasivas (fundamentalmente las de los depositantes institucionales), se corrigieran al alza alineándose con la tasa de interés de referencia.

Durante el tercer trimestre el circulante en poder del público registró una suba de 12% interanual (i.a.). Tanto los medios de pago (M2) como el agregado en pesos más amplio (M3) continuaron creciendo durante el tercer trimestre de 2004, impulsados fundamentalmente por la colocación de parte del superávit presupuestario del sector público. A diferencia de lo ocurrido en los meses precedentes, donde el sector público colocaba sus fondos fundamentalmente a la vista, en el último trimestre se realizaron imposiciones tanto a la vista como a plazo. Este cambio en el comportamiento del sector público implicó que el M2 presentara una desaceleración en su tasa de crecimiento (aumentando 37,3% i.a., 8 p.p. menos que el trimestre anterior). Por otra parte, el M3 mostró un incremento de 20,6% i.a., 1,2 p.p. superior al del trimestre pasado. El crédito al sector privado continuó creciendo de manera sostenida, elevándose unos \$1.780 millones (6%) en el trimestre y acumula una suba interanual de \$4.470 millones (17%). En los últimos meses se observa, además, un incipiente alargamiento de los plazos de los nuevos préstamos otorgados.

Los títulos de deuda del Gobierno Nacional, en particular aquellos que se encuentran en situación regular, registraron una apreciación en promedio de 10% durante el tercer trimestre, debido, en parte, a los avances del proceso de reestructuración de la deuda. De acuerdo a la evolución del Índice del Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) el peso se depreció en el tercer trimestre 4% respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales, para acumular a septiembre una depreciación real de 3,6% i.a..

Gráfico VII.1
Agregados Monetarios

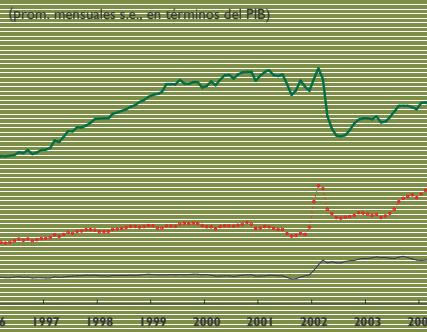


Gráfico VII.2

Préstamos al Sector Privado No Financiero



Circulante: Billetes y monedas en poder del público + cuasimonedas en circulación.

M2: Circulante + cuenta corriente \$ + cuenta corriente US\$ durante convertibilidad + caja de ahorro + 50% de caja de ahorro US\$ durante convertibilidad + depósitos de cuasimonedas.

M3: Circulante + total de depósitos en \$ y US\$.

Fuente: BCRA.



VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

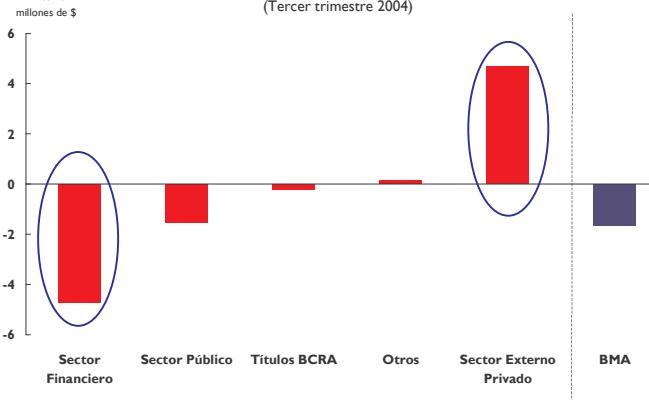
Desde fines del trimestre pasado, la política monetaria se encuentra en una fase de transición desde un esquema de metas intermedias cuantitativas hacia uno de fijación de una tasa de interés de referencia como principal instrumento de política. Por ello, las innovaciones más importantes acontecidas en el mercado monetario en el tercer trimestre del año tienen su origen en las iniciativas del BCRA tendientes a la profundización del mercado de pases, con el objeto de disponer de un mercado desarrollado a través del cual poder instrumentar su política monetaria. Esto implicó una importante caída de la Base Monetaria Amplia (BMA) y generó la necesidad de redefinirla a los efectos de vigilar el cumplimiento del Programa Monetario. También llevó a que la posición de efectivo mínimo de los bancos resulte más ajustada y a que las tasas de interés comenzaran a alinearse con aquellas operadas por el BCRA en el mercado de pases.

A fines del tercer trimestre la BMA registró un nivel de \$46.446 millones, lo cual representa una disminución de \$1.648 millones (3,4%) respecto a junio y un incremento interanual del 8,7%. La caída observada en el trimestre puede desagregarse en un aumento del circulante en poder del público de \$1.319 millones y en una caída de las reservas bancarias en pesos de \$2.967 millones.

En lo que respecta a los factores que explicaron la variación trimestral de la BMA, las operaciones de pases concertadas entre las entidades financieras y el BCRA fueron las que generaron el mayor efecto contractivo sobre la BMA, que alcanzó a \$4.168 millones. Asimismo, el resto de las operaciones vinculadas al sector financiero implicaron una caída de \$554 millones de la BMA, y correspondieron principalmente al cobro de las cuotas del trimestre del esquema de cancelación de redescuentos, conocido como “*matching*”. Por otra parte, como ocurre desde hace varios meses, las operaciones del sector público con efecto sobre la BMA estuvieron relacionadas principalmente al pago de deudas con organismos internacionales. El monto de estas cancelaciones que fue financiado con fondos en pesos que previamente estuvieron depositados en bancos locales alcanzó a \$1.535 millones en el trimestre. En el mercado primario el BCRA continuó colocando LEBAC y NOBAC, lo cual llevó a una disminución de \$198 millones de la BMA. Finalmente, el único factor que continuó expandiendo la BMA fue la compra neta de divisas al sector privado, que en el trimestre implicó un aumento de \$4.679 millones de este agregado (ver Gráfico VII.3).

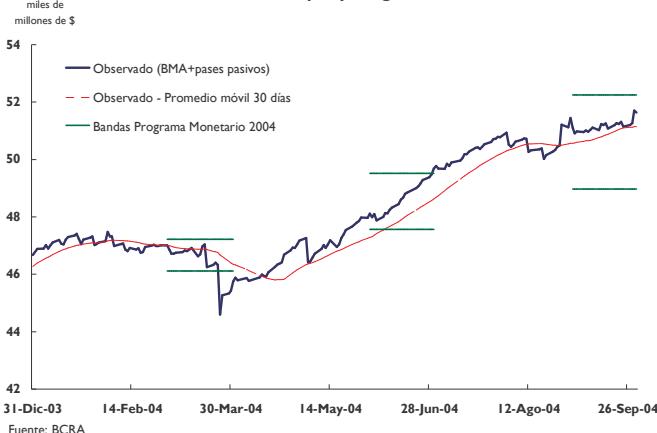
Con el objetivo de generar una tasa de interés de referencia de corto plazo, a partir de fines de mayo el BCRA comenzó a intervenir en el mercado de pases. Teniendo en cuenta que la participación de esta entidad tuvo lugar en un contexto de elevada liquidez para las entidades financieras, el desarrollo del mercado ocurrió fundamentalmente a través de la concertación de pases pasivos para el BCRA. Como consecuencia, se observó que los bancos comenzaron a reasignar su liquidez excedente entre las nuevas alternativas disponibles, produciéndose una disminución de sus saldos en cuentas corrientes en el BCRA y simultáneamente un aumento de las operaciones de pases en las que participaron. Al considerar lo mencionado, a partir del tercer trimestre del año la forma más apropiada de evaluar el cumplimiento del Programa Monetario consiste en comparar las metas establecidas con la

Gráfico VII.3
Factores de Explicación de la Base Monetaria Amplia
(Tercer trimestre 2004)

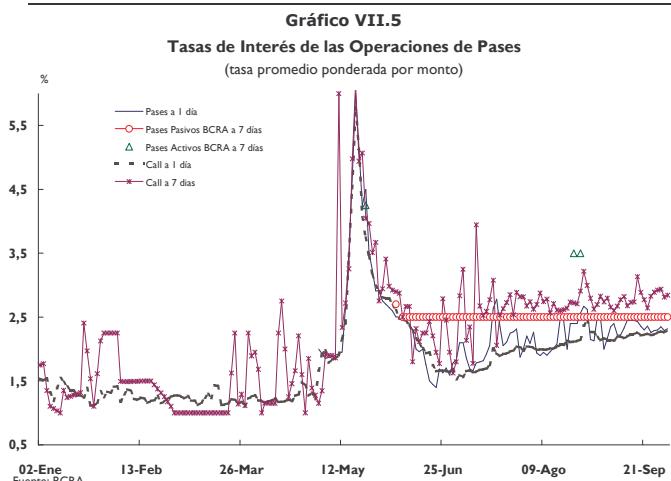


Fuente: BCRA

Gráfico VII.4
Base Monetaria Amplia y Programa Monetario



Fuente: BCRA



trayectoria de la BMA ajustada por los pases pasivos, que en septiembre alcanzó un nivel de \$51.149 millones, completando 16 meses consecutivos de cumplimiento (ver Gráfico VII.4).

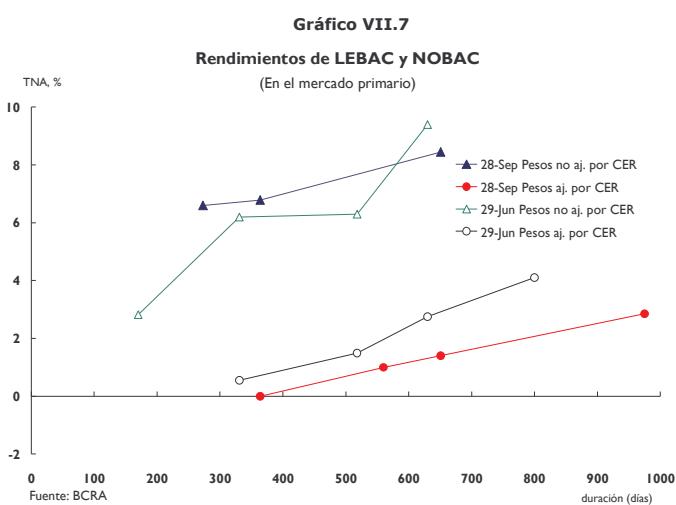
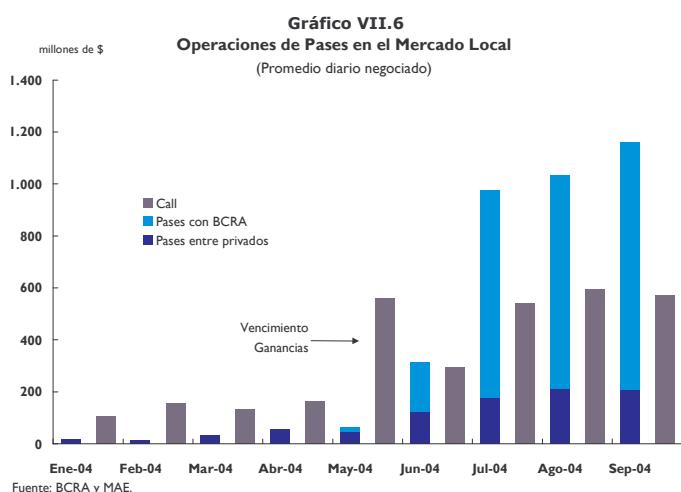
El BCRA eligió participar en el mercado de pases en el segmento de operaciones a 7 días, ofreciendo captar liquidez excedente de las entidades financieras al 2,5% y otorgar fondos al 3,5%, con lo que se estableció así un corredor de tasas de interés de corto plazo. Se observó una convergencia gradual hacia el corredor de tasas, de aquellas tasas implícitas en las transacciones de pases en las que el BCRA no fue contraparte. De esta forma las tasas de las operaciones a un día pasaron de 1,8% a fines de junio a 2,3% a fines de este trimestre (ver Gráfico VII.5).

En lo que respecta al volumen operado, el promedio diario negociado por el BCRA en el trimestre fue de \$859 millones, más de 3 veces superior al que operó durante junio, y su participación en el total de operaciones concertadas en este mercado fue de alrededor del 80%. Prácticamente la totalidad de las operaciones fueron pases pasivos para el BCRA, cuyo saldo a fin del trimestre alcanzó a \$3.990 millones. Las entidades públicas son las que contaron con mayor liquidez excedente y las que a fines del trimestre concentraron la mayor parte de ese stock de pases pasivos para el BCRA. Por otra parte, si bien se realizaron algunas operaciones de pases activos para el BCRA, al término de septiembre no quedaban operaciones vigentes.

Hasta la finalización del período bajo análisis, el BCRA podía concertar únicamente operaciones de pase utilizando como activo subyacente LEBAC en pesos no ajustables por CER, lo cual determinó que los títulos que emite fueran los más empleados. Sin embargo, a partir de octubre, esta entidad podrá también realizar operaciones de pases con NOBAC en pesos ajustables y no ajustables por CER. Otros de los títulos más empleados para operaciones entre entidades fueron los BODEN y BOCON en pesos ajustables por CER, que continuaron destacándose por su liquidez en el mercado local.

A partir de que el BCRA iniciara su operatoria de pases, el mercado interfinanciero ha visto incrementada su actividad significativamente (ver Gráfico VII.6). Así es que los volúmenes operados diariamente en el mercado interbancario (*call*) pasaron de unos \$140 millones promedio diario durante los primeros cuatro meses del año a \$570 millones en el tercer trimestre. Este crecimiento se manifestó especialmente en el segmento a 7 días de plazo, justamente el tramo elegido por el BCRA para operar en el mercado de pases. El stock vigente de operaciones de *call* pactadas a dicho plazo ascendió a fines de septiembre a \$330 millones lo cual resulta tres veces superior al de fines del segundo trimestre y 10 veces al de fines del primer trimestre del año. No obstante, en relación a los depósitos o en términos del PIB, el mercado interfinanciero todavía resulta muy pequeño, ya que representa en el último trimestre tan sólo el 2% de los depósitos y el 0,1% del PIB.

Las tasas de interés del mercado de *call* han ido convergiendo paulatinamente al corredor de tasas de interés de corto plazo establecidas por el BCRA mediante su operatoria de pases. Durante septiembre, en el segmento a 7 días, más del 80% de los montos operados se encontraron dentro del corredor, mientras en junio ese porcentaje era inferior a 30%.



Cuadro VII.1

Exigencias sobre Depósitos Comunicación A 4147			
Partidas Sujetas	Julio-04	Desde Agosto-04	
	Pesos / Dólares	Pesos	Dólares
<u>Dep. Vista</u>	20	20	30
<u>Dep. Plazo (pl. residual)</u>			
hasta 29 d.	18	18	35
de 30 a 59 d.	14	14	28
de 60 a 89 d.	10	10	20
de 90 a 179 d.	5	5	10
de 180 a 365 d.	3	3	6
más de 365 d.	0	0	0
<u>FCI</u>			
Margen de Liquidez	80	100	100
Otros		25	40
<u>Depósitos Judiciales</u>	10	10	15

Fuente: BCRA

Las tasas de interés de los títulos que emite el BCRA en pesos ajustables por CER mostraron descensos para todos los plazos adjudicados en el mercado primario si se comparan las últimas tasas de corte de este trimestre con las correspondientes al término de junio. Las disminuciones observadas fueron de alrededor de 1 p.p. para las LEBAC de menor duración, 12 y 18 meses, y alcanzaron hasta 2 p.p. en el caso de las NOBAC. En lo que respecta a los títulos emitidos en pesos, se evidenció un aplanamiento de la curva de rendimientos, habiéndose registrado una caída de aproximadamente 1 p.p. para las tasas de interés de las especies de 24 meses, en tanto que se verificaron leves alzas para las correspondientes a los instrumentos de menor duración (ver Gráfico VII.7). La inflación implícita en el margen entre las tasas de corte de las LEBAC en pesos no ajustables y las ajustables por CER de 12 meses aumentó, pasando de 5,6% a fines de junio al 6,8% al término del tercer trimestre y acercándose a los pronósticos del REM para esta variable, que en la última semana de septiembre se ubicaban en 7,3% (ver Sección IX).

A fin del trimestre el monto en circulación de títulos del BCRA se ubicó en VN \$13.939 millones⁴, nivel 1% superior al vigente a fin del trimestre anterior. Durante el período analizado, su composición cambió a favor de las especies en pesos ajustables por CER, que al término de septiembre constituyan el 50% del total. La mitad restante estaba compuesta casi en su totalidad por LEBAC y NOBAC en pesos no ajustables por CER, las cuales abarcaban el 49%, en tanto que el 1% restante estaba conformado por LEBAC denominadas en dólares.

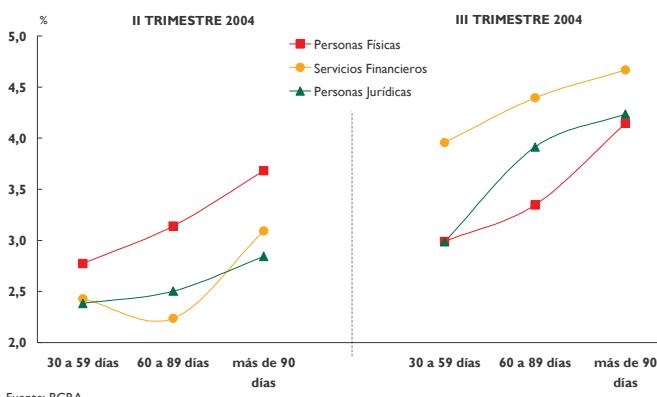
La liquidez bancaria se mantuvo en el tercer trimestre del año en los altos niveles que se venía observando en trimestres anteriores. El ratio de liquidez en pesos, definido como la relación entre el efectivo en bancos, las cuentas corrientes en el BCRA y los pasivos realizados con el BCRA respecto a los depósitos totales en pesos, fue en el trimestre de 22,6%. Si bien se mantiene aún en niveles elevados, cabe mencionar que la liquidez bancaria se redujo en el año 0,7 p.p., contrapartida de un mercado de préstamos que mostró, mes a mes, un dinamismo cada vez más sólido.

En lo que respecta a la posición de efectivo mínimo, en agosto entraron en vigencia los cambios normativos establecidos por el BCRA en la Comunicación "A" 4147 emitida el 28/05/04. Al respecto, los depósitos a la vista que deben mantener como margen de liquidez los Fondos Comunes de Inversión (FCI) volvieron a tener un requerimiento del 100% (había bajado al 80% a partir de julio de 2003) y el resto de los depósitos cuyos titulares son FCI pasaron a tener una exigencia del 25% y 40%, en pesos y dólares respectivamente (ver Cuadro VII.1). Esto se debe a que dichas colocaciones son asimilables, para los inversores, a depósitos a plazo fijo pactados a plazos menores que los mínimos permitidos por el BCRA para las colocaciones a plazo (30 días).

La medida mencionada sumada al dinamismo mostrado por el mercado de préstamos y, principalmente, al importante desarrollo alcanzado por el mercado de pasivos, al cual progresivamente las entidades financieras fueron volcando sus excedentes de liquidez (ver Gráfico VII.8) provocaron una amplia reducción en la posición

⁴ No incluye los títulos emitidos por el BCRA para la concertación de pasivos.

Gráfico VII.10
Curvas de Rendimiento de Depósitos a Plazo Fijo en Pesos
(por tipo de depositante)



de efectivo mínimo en pesos que fue en septiembre de 1,8% de los depósitos (4,7 p.p. menos que el trimestre anterior y 6,3 p.p. inferior a diciembre de 2003). La canalización de fondos hacia el mercado de pases conllevó una redistribución del excedente de liquidez que se concentró en el tercer trimestre casi en un 70% en los bancos privados, en tanto que en trimestres anteriores esta participación correspondía a los bancos públicos.

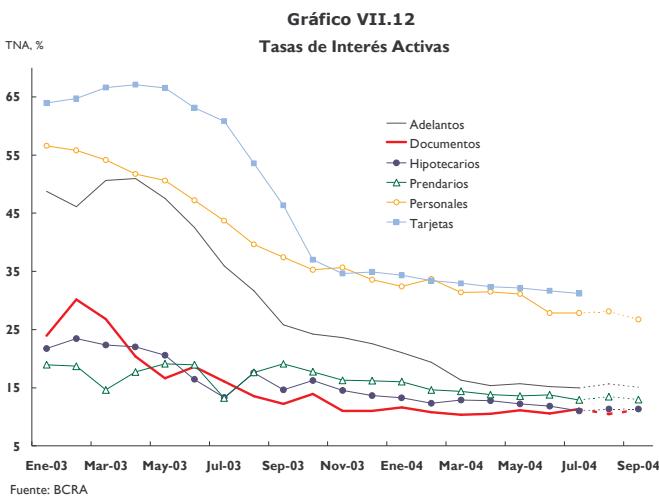
Por su parte, en el segmento de depósitos en moneda extranjera la Comunicación “A” 4147 definió a partir de agosto aumentos en las exigencias para todos los depósitos y plazos (ver Cuadro VII.1), para reflejar la inexistencia de un prestamista de última instancia en moneda extranjera. Si se consolida los segmentos de depósitos en pesos y dólares, la liquidez existente alcanza a \$32.300 millones (29,8% de los depósitos totales), mientras que la posición de efectivo mínimo totaliza unos \$7.700 millones, 7 p.p. excedentes respecto a lo exigido por el BCRA como efectivo mínimo⁵.

En un contexto de incipiente recuperación del crédito, la captación de nuevas colocaciones a plazo se convirtió en un objetivo importante para los bancos. Al no observarse un significativo flujo de nuevos fondos al sistema, y ante las expectativas en relación a sus necesidades de fondos para aprovechar nuevas oportunidades de negocios, se tradujeron en un aumento de las tasas de interés pasivas. La suba comenzó en el segmento mayorista a más corto plazo, que es el que evidencia mayor sensibilidad ante cambios en el mercado monetario, y luego se fue propagando hacia el resto de las tasas de interés. Como consecuencia, la tasa de interés promedio del trimestre se ubicó en 3%, la que resultó 1,2 p.p. superior a la del trimestre anterior.

En los meses bajo análisis se mantuvo la segmentación de las tasas de interés por tipo de banco observada en los tres meses anteriores, particularmente en el tramo de más corto plazo. A pesar de que ni las entidades públicas ni las privadas presentaron problemas de liquidez, las primeras enfrentaron una situación relativamente más cómoda. Esto llevó a que las tasas de interés ofrecidas por los bancos de capital privado crecieran a un ritmo mayor que el de las pagadas por los bancos públicos, lo que se tradujo en una ampliación del *spread* entre ambos grupos (ver Gráfico VII.9). De hecho, para depósitos mayores a \$1 millón a 30-44 días, a fines del trimestre, la tasa negociada por los bancos privados se ubicó en 4,4%, 1,5 p.p. por encima del nivel registrado tres meses antes; en tanto que la tasa operada por los bancos públicos se situó en 2,1%, resultando apenas 0,3 p.p. superior a la de fines del trimestre anterior. En el segmento de colocaciones minoristas el diferencial de tasas resultó menor, dado que la tasa ofrecida por las entidades privadas ascendió 0,3 p.p., colocándose en 3,3%, mientras que la de las públicas se mantuvo en 2,5%.

Desde el punto de vista de los depositantes, los que resultaron más beneficiados en todos los plazos fueron las instituciones prestadoras de servicios financieros, cuya tasa de interés promedio del trimestre aumentó 1,6 p.p. en relación al trimestre anterior, ubicándose en 4% (ver Gráfico VII.10). El resto de las personas jurídicas y las personas físicas también vieron incrementarse los rendimientos de sus plazos fijos, situándose en 3,1% la tasa de interés promedio durante los meses bajo análisis.

⁵ No considera como exigencia sobre las obligaciones en moneda extranjera el defecto de aplicación de recursos en moneda extranjera.



Durante el tercer trimestre las tasas de interés activas en pesos registraron nuevos descensos (aunque relativamente leves) para mantenerse en niveles que resultan, tanto en términos nominales como reales, inferiores a los prevalecientes durante el período de Convertibilidad (ver Gráfico VII.11). Las tasas de interés de los adelantos en cuenta corriente se redujeron apenas 0,1 p.p. en el trimestre, finalizando alrededor de 15,1% y acumulando una baja de 7,5 p.p. desde fines de 2003. Las tasas de interés de los préstamos personales sufrieron un nuevo descenso en agosto, finalizando el trimestre en 26,7%, lo cual implica una baja trimestral de 1,1 p.p. y un descenso acumulado de 6,8 p.p. en el año. En el caso de los préstamos hipotecarios y prendarios, sus tasas de interés se redujeron en el trimestre 0,5 p.p. y 0,8 p.p., con lo que finalizaron en 11,3% y 13% respectivamente (2,3 p.p. y 3,2 p.p. acumulado en el año). Por último, los préstamos instrumentados mediante documentos fueron los únicos que no bajaron sus tasas de interés, ya que se elevaron en el trimestre unos 0,7 p.p. y finalizaron en 11,2%, siendo, no obstante, la tasa de interés más baja de todas las líneas de préstamos (ver Gráfico VII.12). Cabe destacar que dicho aumento en la tasa de interés se corresponde con un tenue alargamiento de los plazos de colocación (ver Apartado 4).

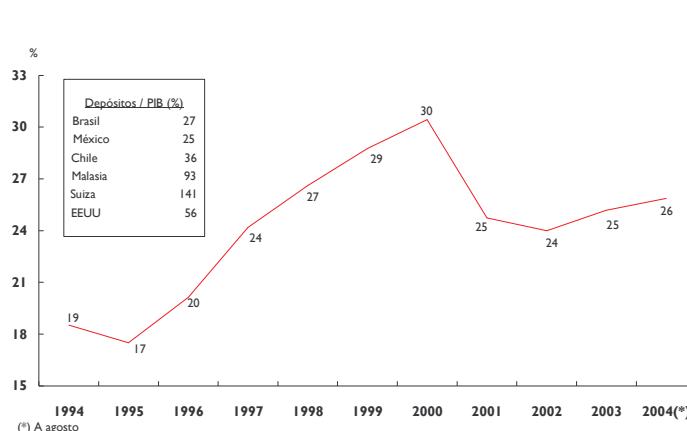
Como anticipáramos en Informes anteriores, estas nuevas bajas en las tasas de interés activas junto con las subas en las tasas de interés pasivas han contribuido a una nueva, aunque moderada, baja de los *spreads* entre las mismas (que se redujeron alrededor de 10 p.p. respecto a un año atrás).

Apartado 3. Hacia una mayor bancarización de la economía

En términos generales, los Bancos Centrales del mundo están focalizados en promover la estabilidad de precios y del sistema financiero como una vía para impulsar el crecimiento económico y mejorar la distribución del ingreso. EL BCRA se propone alcanzar el objetivo de profundizar el sistema financiero a través del aumento de la bancarización, básicamente permitiendo el acercamiento del sistema financiero a la gente. En la economía local, incentivar la bancarización significa no sólo incrementar los bajos niveles agregados sino también disminuir la elevada desigualdad en su distribución regional. La mayor bancarización ayudará, particularmente, a incrementar la eficacia de la política monetaria y contribuirá a la eficiencia global del sistema nacional de pagos, implicando menores costos operativos para las empresas y fomentando un mayor crecimiento económico.

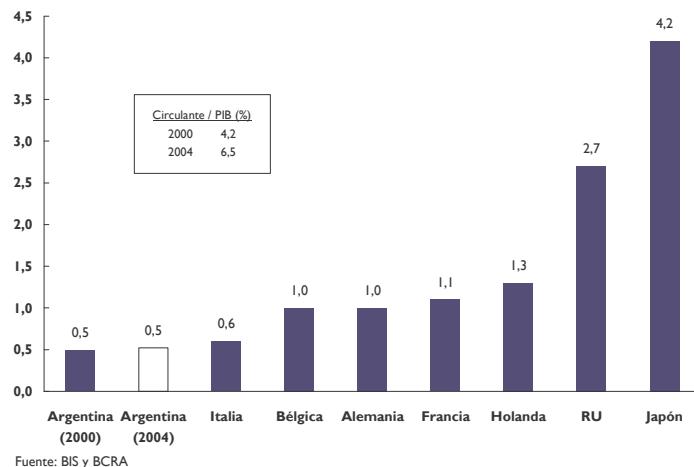
La crisis de 2001-2002 resultó un fuerte golpe a los crecientes niveles de bancarización que se venían observando en la etapa post-tequila. Este *shock* negativo de confianza está comenzando a revertirse y los bancos vuelven a participar en la operatoria de la economía local (ver Gráfico N°1). El monto de los depósitos en el sistema financiero aumentó 2 puntos porcentuales (p.p.) del PIB desde fines de 2002 hasta la actualidad. Sin embargo, todavía resta mucho camino por recorrer. Los niveles actuales de bancarización, medidos como depósitos en términos del PIB, se encuentran alrededor de 4 p.p. por debajo del máximo histórico alcanzado en 2000 y son notablemente inferiores a los registrados internacionalmente.

Gráfico N° 1: Evolución de la Bancarización Local
(depósitos en % del PIB)



Fuente: INDEC y BCRA

Gráfico N° 2: Bancarización
(cantidad de cuentas a la vista por habitante)



Fuente: BIS y BCRA

Esto último también se observa al medir el nivel de bancarización en términos de la cantidad de cuentas por habitante (ver Gráfico N°2). Mientras que en la economía argentina hay una cuenta de depósitos a la vista (mejor estimador para medir el uso del sistema financiero como proveedor de medios de pago) por cada dos habitantes, en otras economías este nivel se duplica, llegando en algunos casos a superar la cantidad de dos cuentas abiertas por individuo.

Además del bajo nivel actual de bancarización en términos históricos e internacionales, el sistema financiero nacional presenta una distribución desigual a nivel provincial. Por lejos, la Ciudad de Buenos Aires es la región del país con mayor bancarización de su población y de sus actividades productivas (ver Cuadro N°1). En cambio, las regiones del interior presentan niveles de uso del sistema financiero muy bajos, lo que redunda en que la mayoría de la población se encuentre fuera de los bancos y, por ende, del circuito formal del crédito. Medido en términos del Producto de cada región, el saldo de depósitos del sector privado de la Ciudad de Buenos Aires es más del triple del observado en la mayoría del resto de las regiones. En el mismo sentido, el saldo de préstamos a familias en la capital del país es equivalente al doble del presente en el resto de las regiones⁶. La caracterización del alto nivel de heterogeneidad en el grado de bancarización regional se completa con lo registrado en la cantidad de cuentas de depósitos por habitante: mientras que en la Ciudad de Buenos Aires existen en promedio casi 20 cuentas cada 10 habitantes, las regiones menos bancarizadas registran sólo 2⁷.

⁶ Se toma como referencia el saldo de los préstamos a familias para aislar del análisis el posible efecto de financiaciones tomadas en la Ciudad de Buenos Aires por empresas de envergadura que tienen sus plantas en el interior del país.

⁷ Para un análisis más detallado ver páginas 33 y 34 del Boletín de Estabilidad Financiera (BEF) del segundo semestre de 2004.



Cuadro N° 1: Distribución Regional del Sistema Financiero
 (junio de 2004, en % del Producto provincial, estimado)

Ordenadas por depósitos privados	Depósitos privados	Préstamos privados		Cuentas de depósitos (por habitante)	Población (en millones)
		Total	Personas Físicas		
Ciudad de Bs. As.	38,3	15,6	5,4	1,9	2,7
Centro	14,8	4,7	2,6	0,4	20,4
Patagonia	9,9	5,3	2,9	0,5	2,1
Nuevo Cuyo	11,6	4,6	2,7	0,3	3,0
NEA	9,6	5,4	2,6	0,2	4,7
NOA	11,5	5,9	3,3	0,2	4,4
Total del país	19,8	7,7	3,4	0,5	37,4

Regiones: Centro: Provincia de Bs. As., Córdoba y Santa Fe. NEA: Chaco, Corriente, Entre Ríos, Formosa y Misiones. NOA: Catamarca, Jujuy, Salta, Santiago del Estero y Tucumán. Nuevo Cuyo: La Rioja, Mendoza, San Juan y San Luis. Patagonia: Chubut, La Pampa, Neuquén, Río Negro, Santa Cruz y Tierra del Fuego.

Fuente: INDEC y BCRA

Dado el estado actual de la bancarización, el BCRA tiene como objetivo estimular tanto el crecimiento de la participación de la población en el sistema financiero como la mejora en la distribución territorial de la provisión de servicios bancarios. Para ello, entre otras medidas, se promoverá la eliminación del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB), la consolidación en la población del uso del Régimen Informativo de Transparencia (RIT) y el desarrollo de las Cajas de Crédito.

Cada uno de estos mecanismos tiene un propósito en particular. La eliminación del ICDCB promoverá directamente el retorno de buena parte de la población que, con su creación, optó por medios de pago y de ahorro alternativos al sistema bancario, tal como se evidenció en el fuerte incremento del circulante en proporción del PIB. Luego de su instauración, el ICDCB produjo una significativa caída del uso del sistema financiero como proveedor de medios de pago, incentivando la salida de empresas e individuos de los bancos y, por lo tanto, motorizando el crecimiento de la informalidad. Este fenómeno ha sido relativamente más profundo en el sector de las pequeñas empresas (PyMES), al limitar su capacidad para obtener préstamos del sistema financiero.

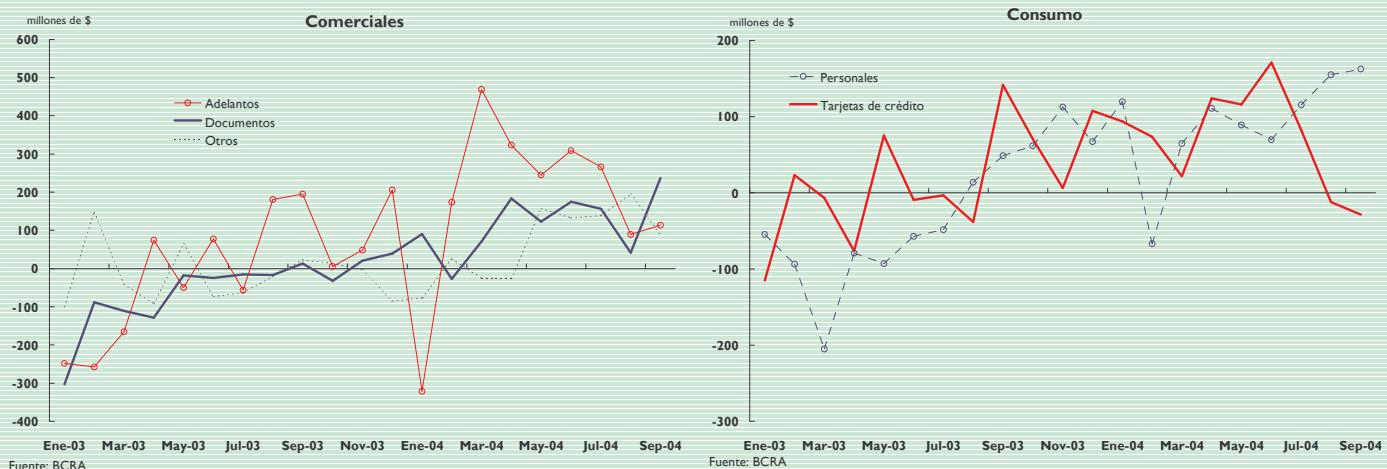
Por su parte, la consolidación del uso de la información proveniente del RIT contribuirá a mejorar la relación banco-cliente, estableciendo reglas claras y simples para el uso de los servicios bancarios. Por último, la instrumentación de las Cajas de Crédito buscará fomentar la regionalización de la banca, así como facilitar el acceso al crédito tanto de las economías regionales como de las PyMES que hoy se encuentran desatendidas por el sistema bancario tradicional.

Apartado 4. Estructura de fondeo y crédito a largo plazo

Una de las funciones tradicionales de los intermediarios financieros es la transformación de plazos, ya que toman depósitos a corto y realizan financiaciones a más largo plazo. Por ello, los bancos deben soportar necesariamente un descalce de plazos. Esto tiene consecuencias en la gestión de riesgos (particularmente de tasa de interés y de liquidez) de los bancos, que deben evitar la existencia de descalces excesivos. El acortamiento del plazo de los depósitos constituye uno de los obstáculos que enfrentan los bancos para poder otorgar financiaciones a largo plazo. No obstante, en los últimos meses se ha visto un alargamiento de la estructura de fondeo, que se explica fundamentalmente por el fuerte incremento evidenciado en las colocaciones a plazo ajustables por CER.

Gracias a ello, recientemente se viene observando un paulatino alargamiento del plazo de la cartera de préstamos, fenómeno que presenta dos dimensiones: en primer lugar hay un incipiente cambio en la composición de la cartera de préstamos a favor de las líneas de más largo plazo, y en segundo término, para cada línea de préstamos se observa un alargamiento de los plazos de las nuevas financiaciones. El primer aspecto puede verificarse analizando las variaciones de los préstamos por línea (ver Gráfico N° 1), donde las líneas de préstamo de mayor plazo comienzan a crecer en los últimos meses a un ritmo superior a las de más corto plazo. En el caso de las líneas comerciales, el ritmo de crecimiento de los adelantos en cuenta corriente (instrumentados a 1 día de plazo) va perdiendo fuerza en relación al de los documentos y otros préstamos. Algo similar ocurre en las financiaciones de consumo, donde el crecimiento de los préstamos personales (principalmente pactados a más de 180 días) gana mayor peso en relación al de las financiaciones con tarjeta de crédito. Todo esto, junto con el crecimiento que vienen presentando los préstamos prendarios, indica un alargamiento del plazo de la cartera de préstamos.

Gráfico N° 1: Préstamos en Pesos al Sector Privado
(var. de promedios mensuales)

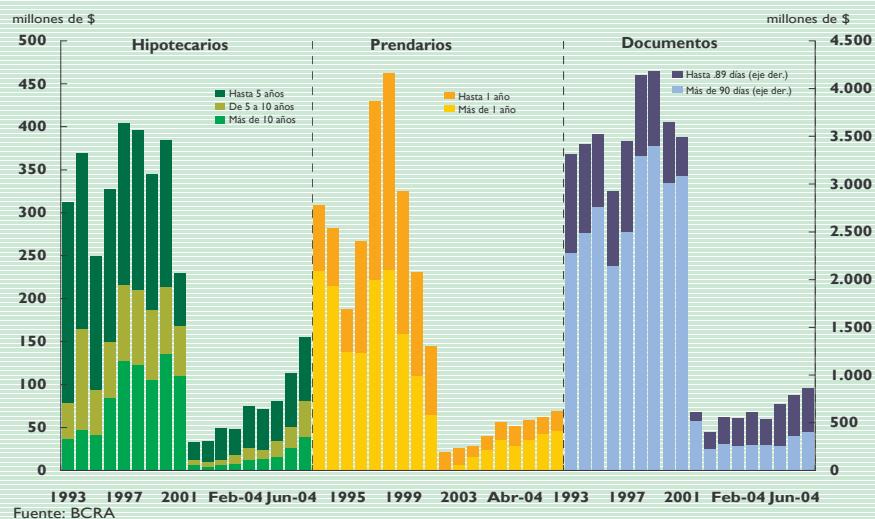


Adicionalmente, si se analiza la composición por plazo de los nuevos préstamos puede corroborarse que dentro de cada línea las nuevas financiaciones se concentran en los plazos más largos. En los nuevos préstamos hipotecarios, según la última información disponible a julio, alrededor de 50% de los \$130 millones otorgados se concertaron a plazos superiores a los 5 años (ver Gráfico N° 2). Para los nuevos préstamos prendarios, de casi \$70 millones otorgados en julio, dos tercios corresponden a préstamos a más de un año. Y en el caso de los préstamos instrumentados mediante documentos, de \$860 millones desembolsados, más de la mitad corresponden a préstamos a más de 90 días.

No obstante, como puede apreciarse en el Gráfico N° 2, los montos de nuevas financiaciones otorgadas a mayor plazo resultan exigüos en comparación a los otorgados en los mejores años de la Convertibilidad. Esto, sumado al importante peso relativo de los adelantos en cuenta corriente en el total de préstamos, se traduce en que el plazo promedio de la cartera de préstamos aún resulte muy corto, tanto en términos históricos, como con respecto a la composición de cartera que desearían tener los bancos, dada la demanda de crédito de las familias y empresas.

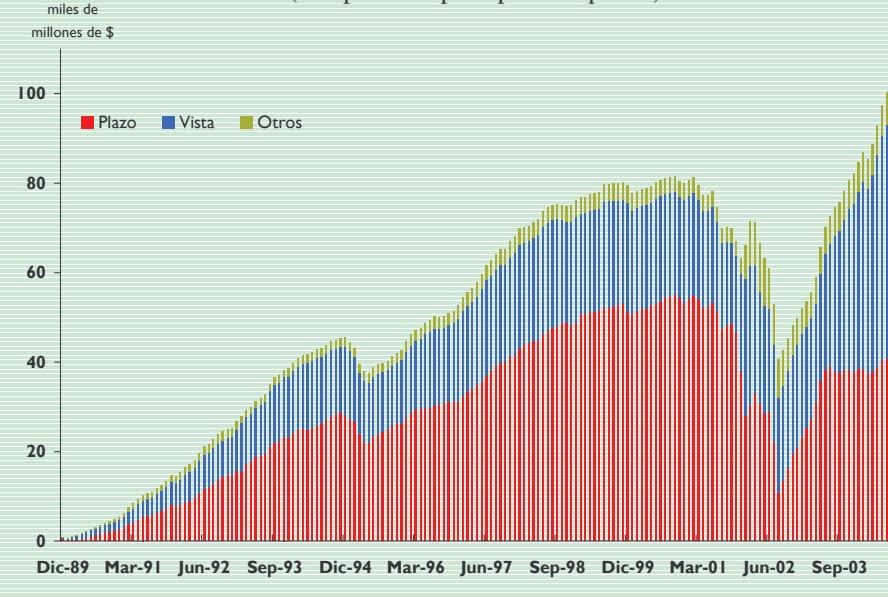
La principal causa de éste fenómeno radica en el acortamiento del plazo de fondeo. Si bien los depósitos vienen creciendo desde mediados de 2002 a un ritmo sostenido, dicho crecimiento se ha concentrado en depósitos a la vista, al punto que en los últimos meses representan alrededor de 50% del total, mientras que en los años anteriores a la crisis, su participación era de alrededor de un tercio (ver Gráfico N° 3). Al disponer de un fondeo principalmente de corto plazo los bancos ven limitadas sus posibilidades de otorgar financiamiento a largo plazo sin incurrir en descalces excesivos.

Gráfico N° 2: Nuevos Préstamos

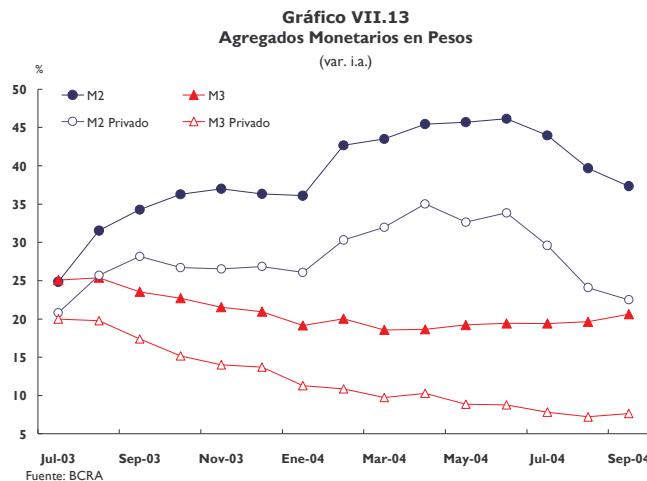


Por eso, con el objeto de estimular el otorgamiento de crédito a largo plazo, condición necesaria para el crecimiento económico sostenible, el BCRA está trabajando en la formulación y aplicación de una serie de medidas tendientes a propender el alargamiento del plazo de fondeo. En esta línea se encontrarían las recientes iniciativas que se están evaluando para facilitar la emisión de obligaciones negociables (ON) ajustables con CER; favorecer el desarrollo de un mercado secundario de certificados de depósitos (CD); agilizar la operatoria de las inversiones a plazo con retribución variable; y permitir la inclusión de incentivos no monetarios en las colocaciones a plazos más largos. Simultáneamente, se está trabajando para actualizar las normas en lo concerniente a la titulización de activos, para hacer más eficiente dicha operatoria y en el desarrollo de mercados de cobertura, especialmente de tasa de interés.

Gráfico N° 3: Depósitos



Para los próximos meses se espera que, gracias a la eliminación del impuesto a los créditos y débitos en cuentas bancarias (ICDCB) para las operaciones de depósitos a plazo, desaparezca el sesgo hacia colocaciones a la vista que dicho impuesto generaba, lo que contribuirá a elevar el fondeo de mayor plazo. Esto, junto con la implementación de las medidas en las que el BCRA están trabajando, contribuirá a aumentar la oferta de financiamiento a mediano y largo plazo, por lo que se espera que el plazo promedio de los préstamos continúe elevándose gradualmente.



VII.3 Agregados Monetarios

Los agregados monetarios en pesos continuaron mostrando una evolución positiva dentro del rango previsto por el Programa Monetario, impulsados principalmente por los depósitos del sector público, que siguieron siendo alimentados por fondos originados en la recaudación fiscal. A diferencia de lo ocurrido durante el trimestre anterior, donde el flujo de depósitos se concentró en colocaciones transaccionales, los recursos que ingresaron al sistema en el tercer trimestre se distribuyeron uniformemente entre depósitos a la vista e imposiciones a plazo.

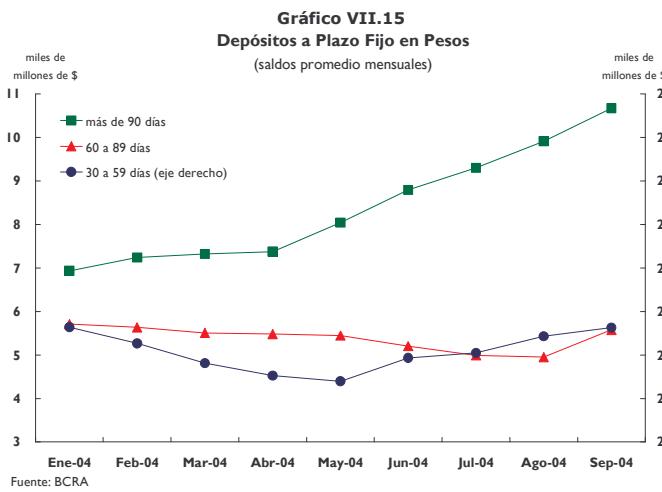
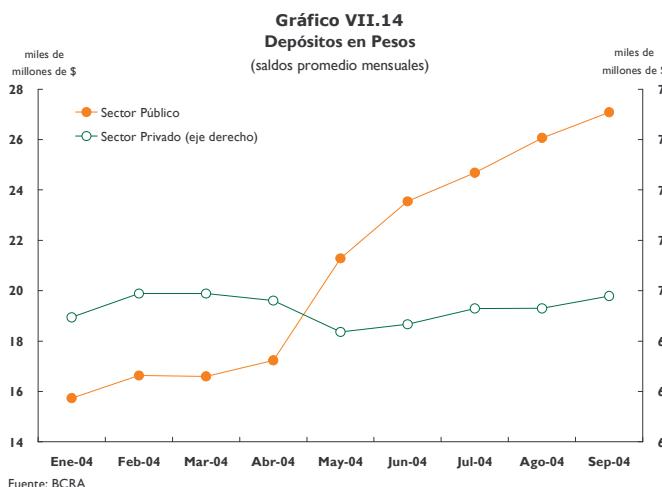
Los medios de pago (M2) evidenciaron un incremento interanual del 37,3%, que resultó 8,8 p.p. inferior al observado a fines del segundo trimestre (ver Gráfico VII.13). Dado que el circulante en poder del público creció 12% i.a. (2 p.p. más que en el trimestre anterior), la desaceleración del M2 respondió principalmente al menor dinamismo de los depósitos transaccionales, en particular los del sector público. Estas colocaciones habían experimentado un significativo crecimiento durante el trimestre anterior como consecuencia del pago del Impuesto a las Ganancias correspondiente al año fiscal 2003. En los meses bajo análisis, continuó la afluencia al sistema financiero de fondos públicos derivados de la recaudación tributaria. Sin embargo, su volumen fue relativamente menor y no todos fueron colocados a la vista, sino que una parte se depositó a plazo. En el caso de los depósitos transaccionales del sector privado, también se observó un aumento menor al verificado en el trimestre anterior, lo cual estuvo asociado al mayor nivel de las tasas de interés pasivas, que favoreció la concertación de imposiciones a plazo en detrimento de las colocaciones a la vista. Como consecuencia, los depósitos transaccionales totales se incrementaron \$2.240 millones, lo que equivale a una suba trimestral del orden del 5%, resultando 7 p.p. inferior a la del trimestre anterior. El circulante en poder del público aumentó \$1.320 millones, lo que se traduce en una suba del 5%, similar a la del trimestre anterior.

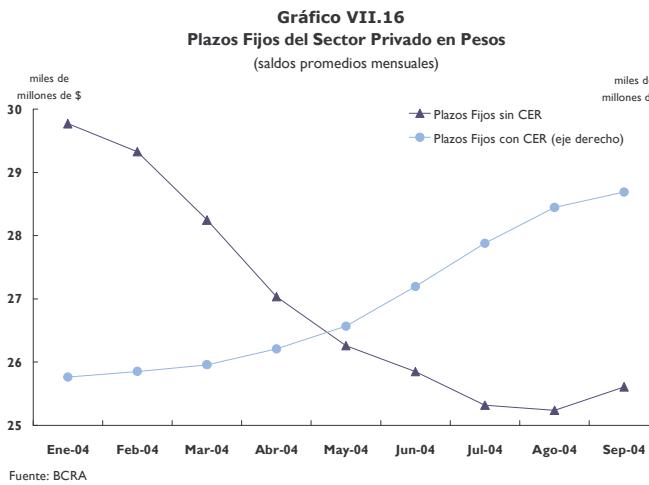
El agregado monetario más amplio (M3), por su parte, experimentó un alza interanual del 20,6%. El mejor desempeño de este agregado se explica en gran parte por el sostenido crecimiento de las colocaciones a plazo durante el trimestre, consecuencia del ya mencionado escenario de tasas de interés relativamente más altas.

Depósitos a plazo

Las imposiciones a plazo fijo presentaron un incremento trimestral del 8,1%, que resultó 4,5 p.p. superior al del trimestre anterior. Dicho aumento, que alcanzó los \$2.910 millones, fue parcialmente compensado por la disminución de \$860 millones del stock de CEDRO con CER, por lo que el incremento neto de los depósitos a plazo ascendió a \$2.050 millones (5,2%) en el trimestre.

Los nuevos recursos provinieron tanto del sector privado como del sector público, siendo relativamente más importante la contribución de este último. La mayor parte de las imposiciones se concretó en el segmento mayorista, que aumentó \$2.850 millones. En tanto, las colocaciones de montos inferiores a \$1 millón presentaron, por primera vez desde mediados del año pasado, una variación positiva que rondó los \$60 millones.





Las imposiciones del sector público, que crecieron \$1.740 millones, se concentraron en los tramos de menor plazo contractual, al registrarse un incremento de \$1.340 millones en el segmento de 30 a 90 días, aunque también tuvieron lugar operaciones a más de 90 días, cuyo stock experimentó un aumento de \$400 millones. En el caso del sector privado, donde el flujo neto de nuevos fondos ascendió a \$1.180 millones, la mayor parte de las nuevas colocaciones se realizó a más de 90 días, tramo que a su vez recibió parte de los fondos que, por estar depositados a plazos menores, fueron venciendo durante el período bajo análisis. Por lo tanto, se observó una suba de \$1.440 millones en el tramo de más de 90 días y una baja de \$260 millones en el segmento de 30 a 90 días (ver Gráfico VII.15).

La preferencia por plazos más largos mostrada por parte del sector privado estuvo acompañada por la intención de las entidades financieras de cubrir el descalce entre sus activos y sus pasivos ajustables por CER, al ofrecer depósitos a plazo indexados que atrajeron a los inversores por sus rendimientos. Como consecuencia, casi la totalidad de las nuevas imposiciones del sector privado correspondieron a plazos fijos ajustables por CER, cuyo stock experimentó un incremento de \$1.500 millones, mientras que las colocaciones no ajustables disminuyeron \$320 millones durante el trimestre (ver Gráfico VII.16). Cabe destacar que desde principios de año las imposiciones ajustables por CER, cuyo plazo mínimo de captación es de 90 días, crecieron \$3.190 millones, nivel 6 veces mayor al stock existente a fines de 2003. Esto favoreció el alargamiento del plazo de captación de los depósitos del sector privado, lo que facultó a las entidades financieras a concebir una estructura de fondeo de más largo plazo, que les permitiría comenzar a participar más activamente en el mercado crediticio de mediano y largo plazo.

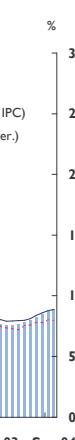
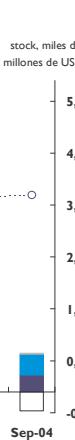
Depósitos en dólares

El stock de depósitos en dólares alcanzó en septiembre US\$3.800 millones, lo que representa un incremento del 100% respecto a fines de 2003. Luego del importante crecimiento registrado en el trimestre anterior (US\$1.200 millones), los depósitos en dólares aumentaron US\$470 millones en el tercer trimestre del año. En agosto, el aumento de los depósitos del sector público se desaceleró notoriamente y en septiembre se registró una caída en el stock promedio mensual debido a que se utilizaron parte de los fondos públicos para realizar pagos externos (ver Gráfico VII.17).

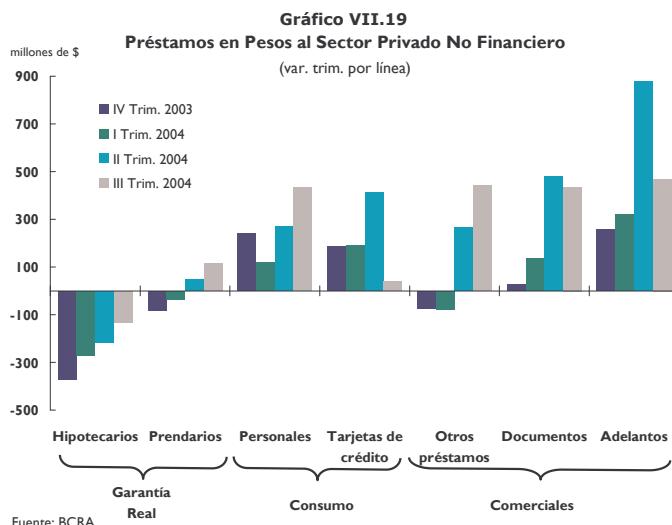
Específicamente, la suba registrada en el tercer trimestre se compone de un aumento de US\$280 millones en los depósitos del sector público y US\$190 millones en los depósitos del sector privado. Por tipo de depósitos, la suba se explica mayormente por colocaciones a la vista (US\$400 millones) en tanto los depósitos a plazo aumentaron US\$70 millones.

Crédito al Sector Privado

En los últimos meses se han producido algunos movimientos contables, ocasionados fundamentalmente por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y la de los fideicomisos



En los últimos meses se han producido algunos movimientos contables, ocasionados fundamentalmente por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y la de los fideicomisos



financieros⁸. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por este tipo de operativa que, si bien altera los saldos contables, no afectan al stock último de financiaciones otorgadas.

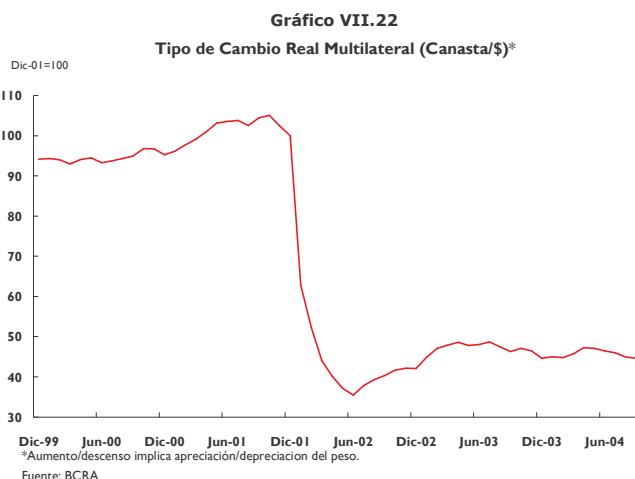
Durante el tercer trimestre de 2004 el crédito al sector privado continuó creciendo de manera sostenida, elevándose unos \$1.780 millones (6%) y acumulando en el año una suba de \$4.290 millones (16%). Esta suba implicó que el stock de préstamos privados pasara a representar en septiembre alrededor de 8% del PIB, lo que resultó 0,5 p.p. superior al guarismo correspondiente a diciembre de 2003, aunque continúa siendo muy modesto en relación a los máximos alcanzados en los años noventa (ver Gráfico VII.18). Por línea de financiamiento se puede apreciar que los préstamos comerciales (adelantos en cuenta corriente, documentos y otros préstamos) son los que continuaron impulsando el crecimiento, al arrojar un aumento de \$1.320 millones (ver Gráfico VII.19).

Los adelantos en cuenta corriente registraron en este último trimestre un aumento de más de \$470 millones, el cual resulta significativamente menor que el incremento del trimestre anterior pero superior al de los trimestres precedentes. Esto responde, en parte, a que en el segundo trimestre los adelantos habían registrado un aumento excepcionalmente elevado que, como explicamos en el informe pasado, respondía a factores estacionales como las necesidades de caja de las empresas para afrontar la fuerte concentración impositiva de aquel período y el pago de aguinaldos. Por su parte, los documentos mantuvieron su ritmo de crecimiento elevándose \$430 millones entre junio y septiembre de 2004, monto similar al del trimestre anterior. El resto de las líneas comerciales agrupadas en otros préstamos se incrementaron en \$420 millones, suba alrededor de un 60% mayor que la del trimestre pasado.

Favorecidos por el crecimiento del empleo formal y por las mejoras en las expectativas de los consumidores, los préstamos personales, evidenciaron una aceleración del ritmo de crecimiento, al registrar un incremento de \$430 millones, suba alrededor de un 60% mayor que la del trimestre anterior. En el caso de las financiaciones instrumentadas mediante tarjetas de crédito, en el último trimestre se observa un crecimiento bastante exiguo, de apenas \$40 millones que, como mencionamos en el informe pasado es producto de que al finalizar en junio la promoción de compras en hasta seis cuotas sin interés, los usuarios de tarjetas adelantaron consumos que de otra forma hubieran realizado en el futuro, lo que incrementó las financiaciones en aquel mes, en detrimento de los meses posteriores.

Gracias al crecimiento de las ventas de maquinaria agrícola y al buen desempeño de las ventas de automotores que se encuentran desde mayo en niveles superiores al promedio del año 2000, los préstamos con garantía prendaria registraron en el último trimestre un nuevo incremento, de \$110 millones, que más que duplica el registrado en el trimestre pasado, tendencia que continuaría en los próximos trimestres (ver Gráfico VII.20). Por su parte, los préstamos hipotecarios netos (nuevos préstamos menos amortizaciones de los anteriormente otorgados) registraron una

⁸ 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 trasfiere al fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco se registran en el rubro "Préstamos" del balance los créditos trasladados.



nueva caída (\$130 millones), que resultó la menor desde que se precipitó la crisis, lo cual nos permite inferir que en los próximos trimestres esta línea logre finalmente revertir su tendencia decreciente.

El incremento de los préstamos conlleva a una mayor creación secundaria de dinero que se ve reflejada en un incipiente incremento del multiplicador monetario que en el futuro, a medida que continúe creciendo el crédito, irá adquiriendo mayor protagonismo en la creación total de dinero.

VII.4 Mercado de Cambios

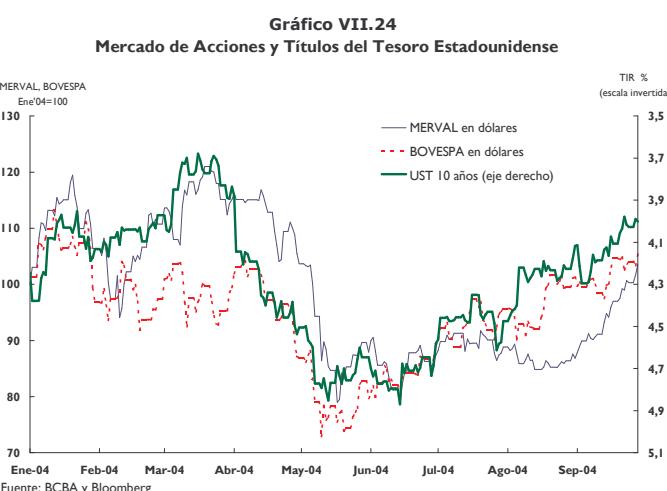
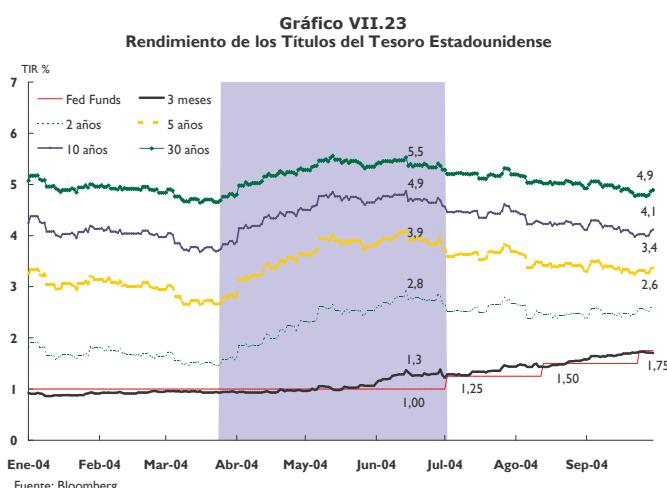
El volumen operado en el mercado de cambios disminuyó 27% respecto al segundo trimestre, habiéndose realizado un menor monto de transacciones tanto en el Sistema Electrónico de Cambios (SIOPEL) como en el Mercado Electrónico de Cambios (MEC), comportamiento que resulta compatible con la estacionalidad de la liquidación de las principales exportaciones, que normalmente alcanza un máximo en el segundo trimestre de cada año. Por su parte, el BCRA continuó interviniendo en el mercado de cambios, aunque su participación disminuyó gradualmente, para abarcar el 5% del total operado hacia fines del período (ver Gráfico VII.21). Las compras netas de divisas del BCRA constituyeron el principal factor que explicó el aumento de las reservas internacionales en el período. Asimismo, el aumento de las cuentas corrientes en dólares en el BCRA, como contrapartida del crecimiento registrado por los depósitos en dólares, fue otro factor de importancia que contribuyó al incremento de las reservas internacionales. Por su parte, las operaciones del sector público implicaron una disminución en el saldo de divisas, ya que estuvieron vinculadas principalmente a los pagos de deuda a organismos internacionales. Como consecuencia, el saldo de las reservas internacionales aumentó US\$781 millones en el trimestre, alcanzando a finales de este período los US\$18.224 millones, el nivel más alto desde noviembre de 2001.

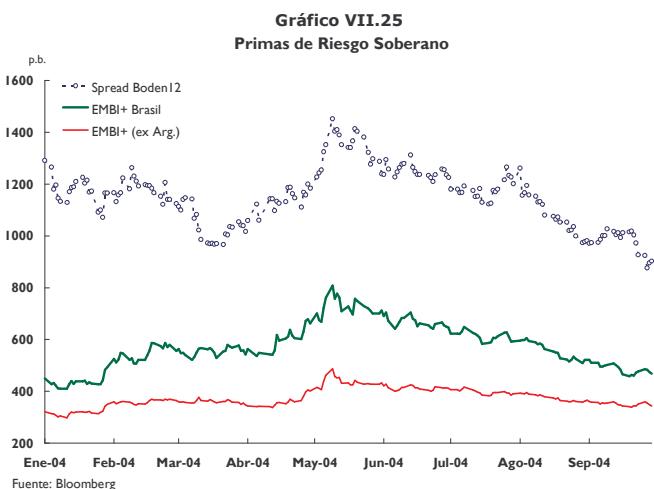
De acuerdo a la evolución del Índice del Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) el peso se depreció 4% en el tercer trimestre respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales, para acumular a septiembre una depreciación real de 3,6% en los últimos 12 meses (ver Gráfico VII.22).

Al reconocer la importancia del desarrollo de los mercados de futuros para el normal funcionamiento del régimen de flotación, en el trimestre anterior el BCRA tomó parte en la creación de un nuevo ámbito donde pueden concertarse contratos de divisas a futuro, OCT MAE, al habilitar la Función Giro para el cierre de las operaciones. A fines de agosto comenzó a funcionar este mercado, aunque los montos operados fueron todavía menos del 20% del negociado en el ROFEX, otro de los mercados de futuros de divisas, que cuenta con el mayor volumen de operaciones. En este último ámbito de negociación, en el trimestre se negociaron diariamente en promedio cerca de \$110 millones, 29% más que en los tres meses anteriores.

VII.5 Otros Activos

La incertidumbre acerca de la magnitud que tendría el aumento de la tasa de interés de política monetaria estadounidense había generado en el segundo trimestre importantes alzas en los





rendimientos de los principales activos financieros. Sin embargo, una vez conocidas las subas de las tasas de corto plazo, a fines del período comenzaron a producirse ajustes a la baja en los rendimientos de dichos activos. Esta tendencia se consolidó en el transcurso del tercer trimestre, lo cual estuvo principalmente relacionado con la publicación de indicadores de la economía estadounidense, como el de producción industrial, el de ventas minoristas y el de confianza de consumidores, que mostraron resultados menores a los esperados por los analistas, haciendo presumir a los inversores una mayor probabilidad de desaceleración del nivel de actividad en ese país y en consecuencia la posibilidad de que se produjera una revisión del ritmo de crecimiento de aquellas tasas de interés. En el mismo sentido operó el sostenido incremento del precio del petróleo en los mercados internacionales (ver Gráfico VII.23).

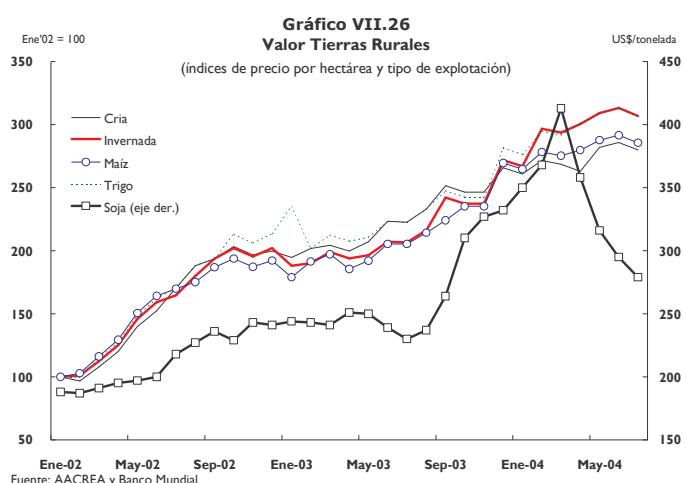
En este contexto, caracterizado por la reducción de los rendimientos de la renta fija soberana de los Estados Unidos, se vieron incentivadas las compras tanto de los títulos de renta fija como de los de renta variable en los mercados emergentes en general y en el mercado local en particular (ver Gráfico VII.24).

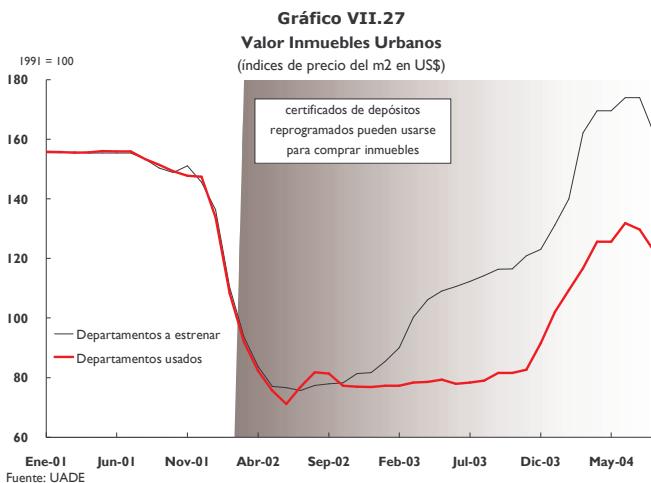
En el caso de los instrumentos de renta variable, durante el tercer trimestre se incrementaron notablemente los precios en los mercados emergentes, revirtiendo las pérdidas del segundo trimestre. Específicamente, en Argentina y Brasil el incremento de los principales índices bursátiles medidos en dólares fue similar, alcanzando 20% en el trimestre. En el mercado de nuestro país, la recuperación de las cotizaciones se acentuó hacia fines del trimestre, incentivado por las noticias vinculadas a la reestructuración de la deuda pública y la aprobación por parte de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) de la propuesta de canje.

Con respecto a los títulos de renta fija, la prima de riesgo soberano de los mercados emergentes (excluyendo Argentina) mostró una sostenida disminución, alcanzando 344 p.b. a fines del trimestre. El buen desempeño de las economías emergentes estuvo vinculado en algunos casos, como el de Venezuela y Rusia, a la favorable repercusión que tiene en sus mercados el aumento del precio del petróleo y, en otros casos, el de varios países de Europa del este, estuvo relacionado con el impacto de su ingreso a la zona del euro. Para evaluar la evolución del riesgo soberano local, resulta conveniente comparar el rendimiento de uno de los títulos más líquidos cuyos servicios se pagan regularmente, tal es el caso del BODEN 12, con el de los títulos comparables del Tesoro de Estados Unidos. Así, el riesgo soberano argentino alcanzó 900 p.b. hacia finales del tercer trimestre, el menor nivel registrado desde la emisión de este instrumento (ver Gráfico VII.25).

Los precios de los títulos de renta fija soberanos actualmente en cesación de pagos continuaron evolucionando de acuerdo a las novedades en torno al proceso de reestructuración de deuda. Debido al optimismo prevaleciente en el trimestre respecto a los avances en el mismo, las cotizaciones aumentaron alrededor del 10%.

La evolución favorable de los principales índices bursátiles locales y de la deuda en cumplimiento ajustable por CER repercutió positivamente sobre los fondos comunes de inversión de renta fija, renta variable y renta mixta, al impulsar al alza sus rendimientos y





al atraer nuevos recursos que elevaron sus patrimonios. En conjunto, estos fondos vieron incrementado su patrimonio en \$260 millones, lo que representa una suba del orden del 19%. Por el contrario, los fondos de plazo fijo y dinero presentaron una merma patrimonial cercana a los \$390 millones durante los meses bajo análisis, que equivale al 11% de su patrimonio a fines del trimestre anterior. En un contexto de tasas de interés pasivas en alza y en el marco de la nueva normativa de encajes, que afectó en forma significativa la remuneración de los activos en cartera de estos fondos, el rendimiento de estos no fue lo suficientemente atractivo como para retener a los inversores captados anteriormente ni para atraer nuevos.

En el trimestre, el valor de las tierras rurales detuvo la fuerte tendencia alcista que venía experimentando desde mediados de 2003. El descenso de los precios de las materias básicas agroindustriales y agropecuarias, en particular de la soja, el cual alcanzó un máximo histórico en marzo del corriente año, habría resultado determinante en la desaceleración de la mencionada tendencia (ver Gráfico VII.26).

Luego de dos años de sostenida suba, en el tercer trimestre de 2004 se registró una leve caída en los precios de inmuebles residenciales. Este cambio se explicaría por una conjunción de factores que estarían debilitando la demanda de este tipo de inmuebles. En primer lugar, los valores de los inmuebles tanto nuevos como usados habrían alcanzado un alto nivel en términos históricos, disminuyendo su atractivo como alternativa de inversión. En segundo lugar, los valores de los inmuebles han evolucionado muy por encima del incremento de los salarios, por lo que la compra de inmuebles para uso propio quedaría fuertemente vinculada a la evolución de los créditos hipotecarios, que aún no han logrado revertir la tendencia decreciente, ya que las amortizaciones y precancelaciones continúan superando a las nuevas financiaciones. A pesar de la ampliación de las líneas de crédito para vivienda por parte de los bancos, la elevada relación cuota-salario desincentiva la obtención de este tipo de créditos. Por otro lado, el aumento en la oferta, consecuencia de la finalización de los proyectos de construcción comenzados en los últimos 24 meses, también habría incidido en una baja de las cotizaciones. Con estas premisas, en los próximos meses podría esperarse nuevas reducciones en los precios de este tipo de activos (ver Gráfico N° VII.27).

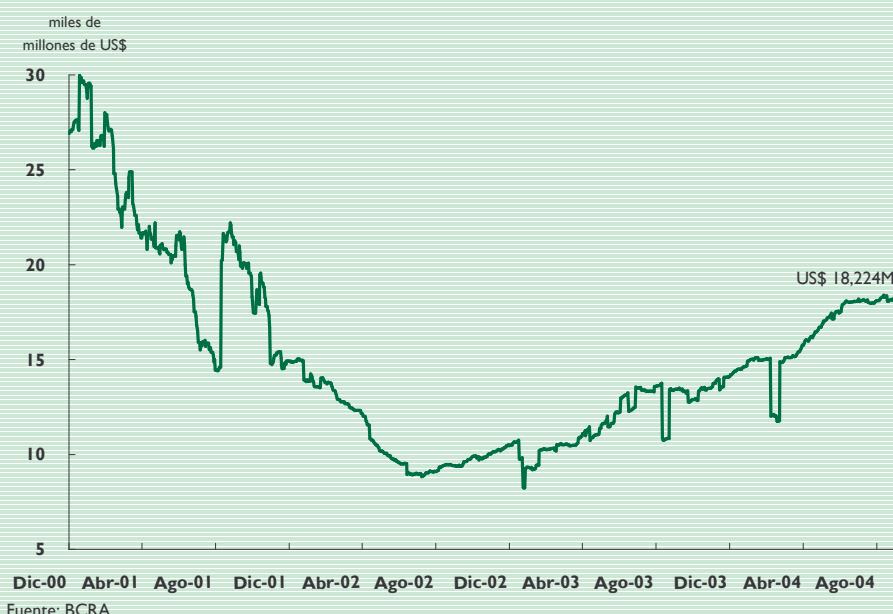
Apartado 5. El nivel óptimo de reservas internacionales

La teoría económica habitual señala que no existirían razones para que el banco central de una economía con tipo de cambio flotante, en la que el sistema financiero y la deuda del sector público están mayormente expresadas en moneda local, donde la mayor parte del ahorro se realiza en moneda propia y el comercio internacional está compuesto principalmente por productos elaborados con precios internacionales relativamente estables, acumule reservas internacionales. Bajo estas condiciones, los movimientos del tipo de cambio generan los ajustes necesarios para responder suavemente a eventuales *shocks* internos y externos. Si bien estas condiciones están presentes en un gran número de países desarrollados, en general no se verifican en países emergentes o que han sufrido crisis externas. Así, la evidencia empírica sugiere que la mayoría de las economías de menor desarrollo relativo que pasaron a tener tipo de cambio flexible, han elegido mantener un nivel importante de reservas.

La acumulación de reservas puede reducir la vulnerabilidad de la economía a determinados *shocks* externos. Cuando estos *shocks* resultan en grandes fluctuaciones del tipo de cambio, en la tasa de interés que enfrenta el país o en los flujos comerciales, pueden derivar en fuertes contracciones de la economía real. Si se trata de una economía altamente endeudada en moneda extranjera, con una concentración de vencimientos de corto plazo, fuertes reverisiones en los flujos de capitales pueden generar un shock de liquidez que precipite a la cesación de pagos, lo que puede desatar una crisis en el sistema financiero y una recesión. Es por esto que una de las variables seguidas con mayor atención es el ratio de reservas internacionales con respecto a la deuda (en moneda extranjera) de corto plazo. Un nivel suficiente de reservas puede servir como colchón a los descalces de moneda existentes entre deudas en moneda extranjera e ingresos en moneda propia al permitir, por ejemplo, que ante una crisis de liquidez el gobierno continúe cumpliendo con los pagos de la deuda. En el caso argentino, luego del incumplimiento parcial de la deuda pública, la existencia de un apreciable nivel de reservas ayudó a disuadir la prolongación de los ataques especulativos y a cumplir regularmente con las deudas con los organismos internacionales.

Además, los descalces de moneda a nivel del sistema bancario o del sector privado también pueden inducir una crisis si la economía se enfrenta a reverisiones repentinas en el flujo de capitales internacionales. Si bien en una economía con tipo de cambio flotante existen mecanismos para cubrir el riesgo asociado a los movimientos en el tipo de cambio, cuando sus variaciones son importantes se pueden producir incumplimientos en los mercados de derivados usados para la cobertura. Sin mercados suficientemente desarrollados para cubrir adecuadamente el riesgo, las reservas internacionales pueden proveer una protección adicional al sistema financiero y a las empresas locales.

Gráfico N° 1: Evolución de las Reservas Internacionales del BCRA



Fuente: BCRA

Aún en economías donde los *shocks* reales no son serios, reverisiones sorpresivas en los flujos de capitales pueden causar grandes variaciones en el tipo de cambio en el corto plazo, con efectos sobre las importaciones y el producto real. Este puede ser el caso si, ante cambios en las carteras de inversión financiera (que no necesariamente dependen de las condiciones macroeconómicas del país) se producen salidas de capitales repentina. En este marco, si una fracción considerable del capital productivo y/o de los bienes intermedios son importados, una variación abrupta del tipo de cambio impactará fuertemente en el producto, el empleo y en el crecimiento de mediano plazo. En tal caso, las reservas internacionales se pueden utilizar para suavizar el impacto en la economía real. Así, un indicador de la importancia de este papel de las reservas internacionales es que



numerosos países miden el nivel de las reservas internacionales en términos de la cantidad de meses de importaciones que las reservas pueden financiar. Incluso, las agencias evaluadoras de riesgo siguen con cuidado este indicador, por lo que más allá de cuan adecuado sea como indicador de riesgo, si un país no cuenta con reservas suficientes, puede verse perjudicado en la evaluación del riesgo y, por consiguiente, en las condiciones financieras que enfrenta.

Asimismo, ante la situación de un cambio temporario en el deseo de los mercados internacionales de tomar riesgo emergente y el consecuente aumento en la prima de riesgo, la refinanciación de la deuda existente puede tornarse altamente onerosa en términos de las tasas de interés que serían aceptables para el mercado. Cuando las reservas internacionales son suficientes para cubrir un período de acceso limitado a los mercados de financiamiento, se verifican dos efectos: en primer lugar, el país puede evitar comprometerse a pagar esas altas tasas de interés; y en segundo lugar, la mera existencia de un monto significativo de reservas puede ser suficiente para reducir la prima de riesgo a un nivel aceptable.

Otro de los factores que puede justificar una acumulación de reservas es la monetización de la economía. La ejecución de la política monetaria en Argentina estuvo basada en la monetización de una economía en franca recuperación a través del mercado cambiario para contrarrestar el carácter contractivo del sistema financiero y el sector público. Esta dinámica redundó en una importante acumulación de reservas internacionales, que al cierre del tercer trimestre ascendían a más de US\$18.000 millones (ver Gráfico N° 1).

Sin embargo, la acumulación de reservas por parte del Banco Central no está exenta de costos. Existen costos directos tales como la diferencia entre la tasa de interés que pagan las reservas y el interés que se podría obtener del mejor uso alternativo. Además, un alto nivel de reservas puede producir problemas de “riesgo moral” en los que los agentes de la economía no evitan los descalces, especulando con que el gobierno los rescatará ante un cambio imprevisto en el flujo de capitales. Mientras tales agentes se benefician de las ventajas que obtienen por no ocuparse de las potenciales consecuencias de los riesgos que asumen, su accionar aumenta la vulnerabilidad de la economía.

Queda claro, entonces, que resulta extremadamente difícil definir un nivel óptimo de reservas. Como se detalló anteriormente, existen numerosos factores que sugerirían acumular un importante nivel reservas internacionales, aún bajo esquemas de tipo de cambio flexible y teniendo en cuenta los costos que esta política implica. Con todo, la política de acumulación de reservas y su nivel óptimo dependerá en mayor medida de las características de cada economía que de su política cambiaria.



VIII. INFLACIÓN

VIII.1 Síntesis

En línea con lo esperado, durante el tercer trimestre el alza en los precios minoristas se redujo en relación a lo observado un trimestre atrás. En términos interanuales la suba asciende a 5,9%, levemente por debajo de lo proyectado en el Informe de Inflación anterior. La moderación en la tendencia alcista de algunos precios muy volátiles, la casi inexistencia de ajustes en precios administrados con incidencia sobre el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y las menores presiones de costos explicaron este aumento de precios inferior a lo esperado.

En lo que resta del año se espera que el alza en los precios se ubique en niveles similares a los observados durante el tercer trimestre por lo que el año concluiría con un aumento del IPC menor a 6,5%, por debajo del rango inferior de la banda de inflación explicitada en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Esta proyección contempla una pauta de recomposición de márgenes minoristas en aquellos sectores más dependientes de la demanda interna, mayores aumentos en algunos productos básicos como consecuencia de la apertura paulatina de los mercados y escasos ajustes en precios regulados.

Para 2005 se proyecta un aumento del IPC no sujeto a regulaciones similar al que registraría el corriente año, al que habría que adicionarle entre 1 y 2 puntos porcentuales de recomposición en tarifas y precios administrados (de efecto puntual). Debe tenerse en cuenta que si bien ya fue establecido el sendero de precios del gas en boca de pozo y es factible que ocurra lo mismo con la electricidad, aún no queda claro en qué forma se distribuirán los mayores costos entre los usuarios, lo que dificulta calcular el impacto sobre el IPC. Adicionalmente, si bien son varios los sectores productores de servicios públicos que se encuentran renegociando contratos, no existen precisiones sobre la forma que va a tomar la recomposición de tarifas.

Gráfico VIII.1

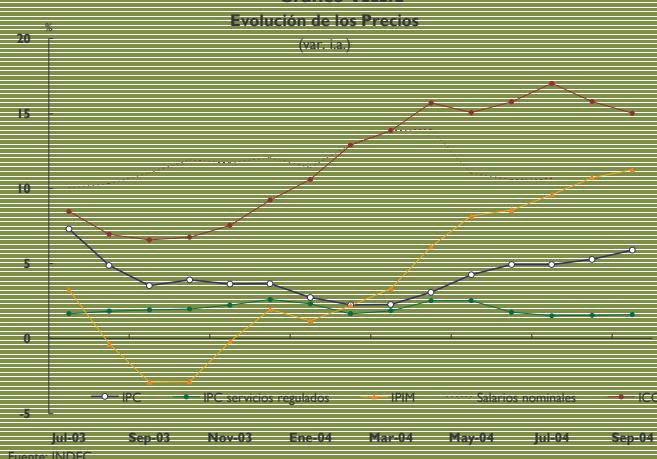
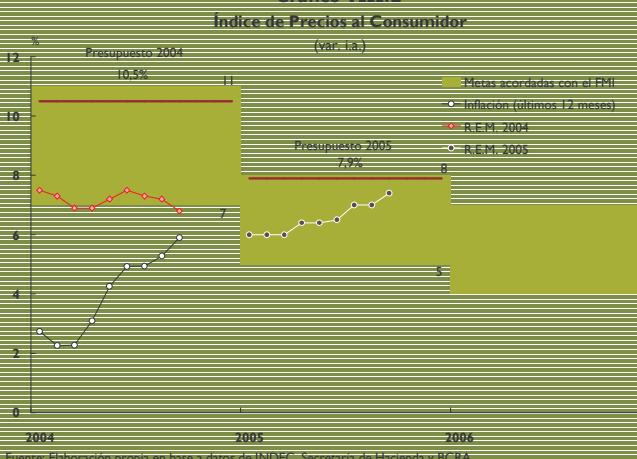
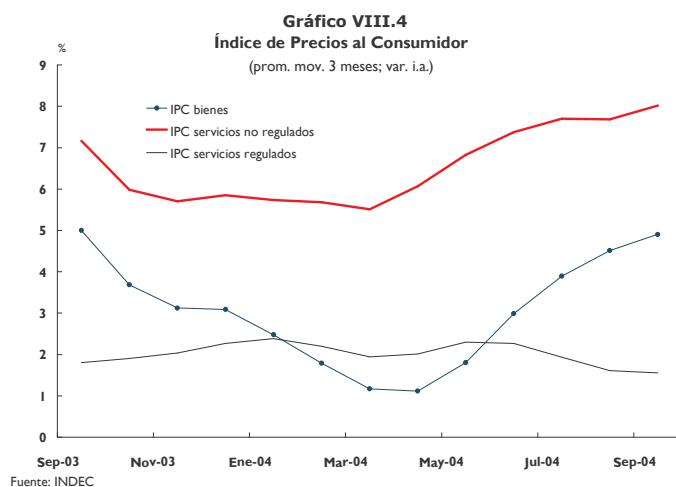
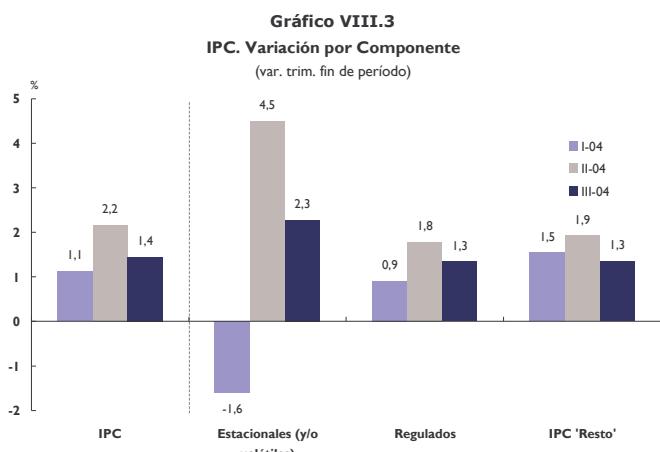


Gráfico VIII.2





VIII.2 Precios Minoristas

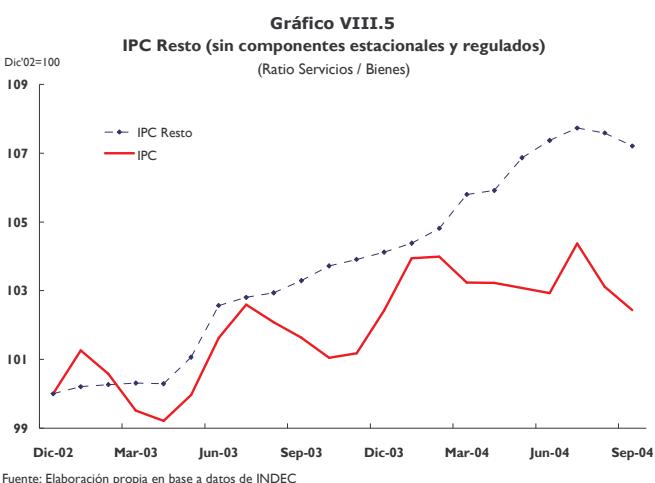
En el tercer trimestre del año se contuvo el alza en los precios minoristas en relación a lo observado un trimestre atrás. Este proceso fue algo mayor a lo esperado por lo que en términos interanuales (i.a.) la suba del Índice de Precios al Consumidor (IPC) a fin del trimestre alcanzó 5,9%, medio punto por debajo de lo proyectado en el Informe de Inflación anterior (ver Gráfico VIII.1). La dinámica de los precios minoristas a lo largo del tercer trimestre no obedeció a un cambio en la tendencia, sino más bien a la ratificación de que los factores que afectaron al IPC en el trimestre previo fueron transitorios y no volvieron a producirse.

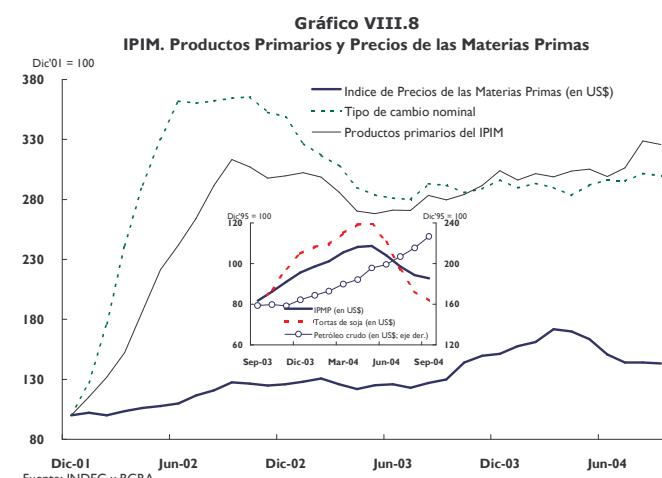
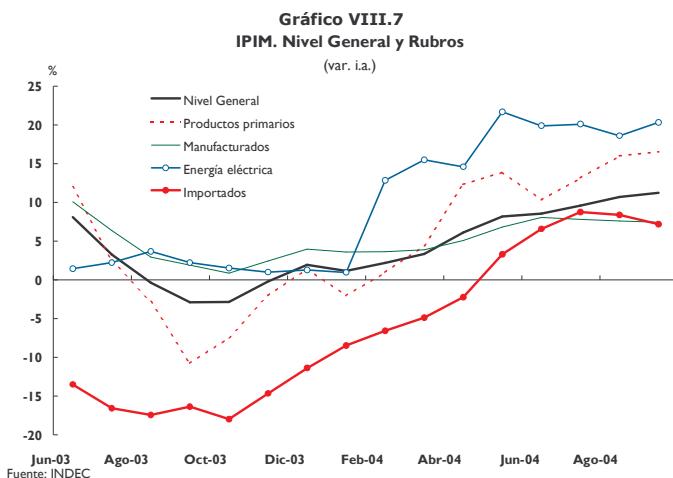
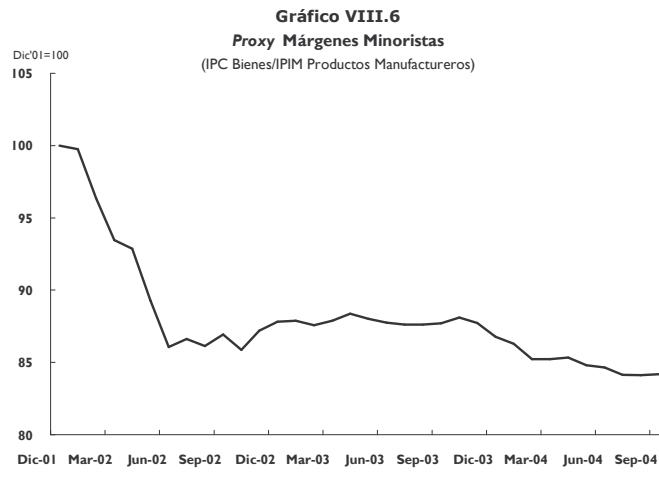
La menor variación de los precios en relación a lo proyectado obedeció a un conjunto de hechos. En primer lugar, algunos de los precios más volátiles como el de ciertas frutas y verduras que habían tenido incrementos importantes a lo largo del segundo trimestre moderaron sus precios durante el tercero. En segundo lugar, prácticamente no existieron decisiones gubernamentales con influencia sobre el IPC. Finalmente, el proceso de reacomodamiento de precios relativos que se venía registrando en varios sectores redujo su incidencia durante el tercer trimestre.

Al observar el “IPC Resto”, es decir, al excluir las variaciones de los precios administrados y de los estacionales y/o volátiles, durante el tercer trimestre la expansión disminuyó 0,6 puntos porcentuales (p.p.) respecto al trimestre previo, con bienes y servicios creciendo a tasas similares (ver Gráfico VIII.3). De hecho cuando se analiza la composición del “IPC Resto” se observa un ajuste de precios relativos a favor de los servicios mayor al que surge del análisis del índice original (Gráfico VIII.4 y VIII.5).

Los precios administrados casi no tuvieron cambios a lo largo del tercer trimestre, reflejándose en el IPC sólo el arrastre que dejó el segundo trimestre en los precios de los cigarrillos y una insignificante incidencia del Plan de Uso Racional de la Energía sobre los precios al consumidor de electricidad y gas. Asimismo, para el resto del año, no se prevén modificaciones de las tarifas que afecten los precios minoristas, con la excepción de un aumento del GNC y la eliminación de dicho plan en el mercado de gas, que al igual que cuando se implementó no va a tener prácticamente impacto sobre el IPC. Para 2005, en caso de que se concreten los acuerdos con las empresas de servicios públicos actualmente en manos de la Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos (UNIREN), la incidencia directa de los aumentos sobre el IPC se ubicaría entre 1 y 2 p.p. adicionales.

Por su parte, las menores presiones por recomposición de márgenes se explican parcialmente por la desaceleración de la dinámica alcista de los precios internacionales de las materias primas (ver Gráfico VIII.6). De hecho, con excepción de los precios del petróleo, en el resto de este tipo de productos se registró una tendencia decreciente en el tercer trimestre. Esta trayectoria, junto con el reducido dinamismo que se observa en los salarios en los últimos meses, moderó las presiones de costos que durante el segundo trimestre influyeron sobre los precios minoristas. Sin embargo, aún quedarían presiones latentes para recomponer márgenes en varios sectores, por lo que no se descartan nuevos aumentos, sobre todo en los sectores productores de bienes menos transables, cuyos márgenes de rentabilidad resultaron afectados como consecuencia del cambio de precios relativos.





Con respecto al petróleo, las políticas adoptadas por el Gobierno contribuyeron a amortiguar el traslado a precios locales de los significativos aumentos de los precios internacionales. Si bien existió desde principios de 2003 un acuerdo entre las empresas petroleras y el Gobierno, primero en los hechos y luego de palabra para mantener constante el precio local de las naftas y el gas oil, en los últimos meses se acentúo la presión de algunas de las empresas del sector para trasladar a precios los mayores costos. La efectiva trayectoria de los precios internos estuvo influida por la decisión del Gobierno de aumentar las retenciones sobre las exportaciones de petróleo que, a valores actuales, fija la cotización internacional en un nivel 31% más bajo, aunque por encima del que figuraba en el acuerdo inicial. A pesar de esta medida, no se descarta en los próximos meses algún aumento en los precios de los combustibles locales si se mantiene la tendencia creciente de los precios del crudo (ver Apartado 2).

Asimismo se confirmaron las presiones al alza de los precios de la carne y los lácteos. Ambos sectores experimentaron un aumento en la demanda del exterior en un contexto de oferta relativamente estable y consumo interno creciente. Si bien no se espera una reversión de esta dinámica, es factible que se moderen las presiones al alza de estos precios en los próximos meses.

Finalmente, se prevé que la inflación será menor a 6,5% i.a. a fines de diciembre. Para 2005 se espera un aumento de la inflación subyacente similar al registrado durante este año, al que habría que adicionarle el eventual impacto de los incrementos de tarifas mencionado.

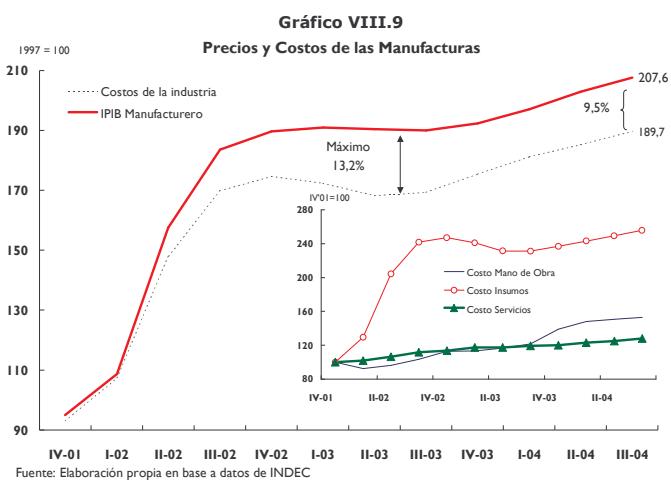
VIII.3 Precios Mayoristas

Durante el tercer trimestre los precios mayoristas mostraron una aceleración. Luego de crecer 1,9% trimestral en la primer mitad del año, entre julio y septiembre registraron una suba de 3,7% (ver Gráfico VIII.7).

Esta aceleración en el ritmo de crecimiento del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) obedeció principalmente al alza que registran los precios internacionales del petróleo que por sí solos explican 2,2 p.p. del aumento del índice general (ver Gráfico VIII.8). Debe remarcarse que el acuerdo sobre los combustibles locales no incidía sobre los precios mayoristas. Asimismo, el esquema de retenciones a las exportaciones de petróleo impuesto sobre la base de una escala creciente, no amortiguaría el impacto de futuros aumentos, si se tiene en cuenta que el precio actual del crudo se ubica por encima de la escala máxima fijada en US\$45 por barril. Con la excepción de los combustibles, los demás precios que componen el rubro Productos primarios mostraron una tendencia a la baja, acompañando la trayectoria declinante de las cotizaciones internacionales de las demás materias primas.

Dentro del rubro Productos primarios, el precio del gas continuó mostrando aumentos durante el tercer trimestre impulsado por decisiones gubernamentales. A principios de año el Gobierno definió un sendero de precios para el gas en boca de pozo que finaliza en 2006, cuando se libera el mercado. El segundo aumento de 18,5% en promedio⁹, tendrá lugar en este mes de octubre y quedan pendientes para 2005 otros dos ajustes de cuantía similar. Asimismo, los precios mayoristas de la energía eléctrica registraron una suba de 35,4% en el año, que se originó en la autorización del

⁹ El primer aumento de 23% en promedio fue habilitado en el mes de mayo del corriente año.



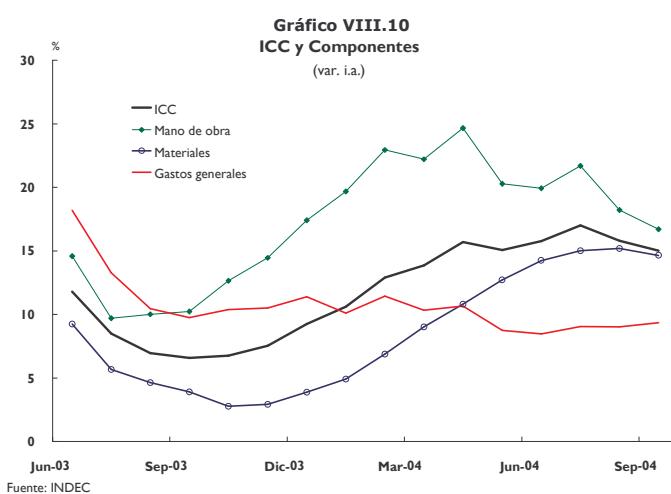
Gobierno para aumentar las tarifas, a la que se adicionaría un nuevo incremento en noviembre para compensar la suba en el costo del gas.

Por su parte, el rubro Productos manufacturados también mostró una desaceleración en su tendencia de crecimiento durante el tercer trimestre. Esta menor dinámica habría sido más acentuada de no producirse el aumento significativo en los precios del tabaco que realizaron las dos empresas líderes del sector para cumplir con los objetivos de recaudación acordados con el Gobierno.

Aquellos sectores manufactureros que se hallaban en un sendero continuo y sistemático de recomposición de márgenes desde fines de 2003, aceleraron el ritmo de incremento de sus precios en la primer mitad del año. Esta dinámica se produjo como consecuencia de las mayores presiones de costos generadas por el alza en los precios internacionales de los insumos básicos, los ajustes en las tarifas de gas y energía eléctrica avalados por el Gobierno, la suba de los salarios y la corrección al alza del tipo de cambio. En contraposición, durante el tercer trimestre, varios de estos factores se debilitaron. En efecto, los precios de los insumos básicos moderaron significativamente su aumento, los salarios privados prácticamente se estancaron y el tipo de cambio se stabilizó. De este modo, la desaceleración en los precios finales fue algo mayor a la de los costos, lo que dio lugar a una leve caída en los márgenes de los empresarios. Estos últimos fueron medidos como la distancia entre la trayectoria del Índice de Precios Internos Básicos manufacturero (IPIB manufacturero) y la evolución de los costos industriales (calculada utilizando la estructura de la Matriz Insumo Producto). A pesar de esta nueva retracción, el aumento en los márgenes desde la salida del tipo de cambio fijo asciende en términos agregados a 9,5% (ver Gráfico VIII.9).

Por otra parte, a diferencia de lo ocurrido durante buena parte de 2003 cuando se observó un reacomodamiento de precios a favor de los sectores minoristas que permitió revertir levemente la tendencia posterior a la liberalización del tipo de cambio, en el transcurso de este año la trayectoria de los Productos manufacturados del IPIM superó a la de los Bienes medidos a través del IPC. Esta trayectoria confirma que en los próximos meses podría esperarse una mayor presión para recomponer márgenes a nivel minorista.

En resumen, a pesar del incremento significativo del IPIM durante el tercer trimestre se esperan menores presiones de costos sobre los precios mayoristas de los productos manufactureros producidos localmente en los meses siguientes. En efecto, se prevé una tendencia de crecimiento suave en los precios de los productos básicos manufacturados y hacia la baja en el caso de los agropecuarios, al tiempo que si bien se espera una recuperación de los salarios en términos reales, los reducidos costos laborales en términos unitarios hacen que no se registre necesariamente un traslado a precios. No obstante, habrá que vigilar el impacto sobre el IPIM de la trayectoria efectiva que mantengan los precios internacionales del petróleo y el efecto que finalmente tengan los nuevos derechos de exportación sobre los combustibles en el mercado local.





Apartado 6. Medidas de inflación subyacente

El objetivo prioritario del BCRA es asegurar la estabilidad de precios y para ello se está llevando adelante la implementación del esquema de Metas de Inflación (MI). Este modo de regir la política monetaria está siendo utilizado actualmente en diferentes países, que cuentan con estructuras económicas muy diversas. Los bancos centrales que operan bajo un esquema de MI han tendido mayormente a adoptar la inflación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) o “headline inflation” como meta. Sin embargo muchos de ellos calculan, adicionalmente, lo que se conoce como *inflación subyacente* o “core inflation”.

La idea intuitiva detrás del cálculo de la inflación subyacente es que la inflación relevante para la toma de decisiones de los bancos centrales (cuyo objetivo es minimizar los costos macroeconómicos de la inflación) es la *inflación monetaria*, generada por movimientos conjuntos y persistentes de los precios de la economía. Pero los índices de precios al consumidor no necesariamente reflejan la *inflación monetaria*, ya que se construyen con el objetivo de medir los cambios en el poder adquisitivo de una canasta de consumo y su criterio de agregación está dado por el peso relativo de esos bienes en la canasta.

Se puede pensar que cuando se observa un cambio en el precio de un bien, éste puede obedecer tanto a variaciones en el nivel general de precios como a nuevas condiciones específicas de su mercado, que lleven a modificaciones de precios relativos. En ese sentido, el cálculo de la inflación subyacente tiene el objetivo de identificar correctamente aquellas variaciones en la tasa de inflación que son relevantes para la toma de decisiones de la política monetaria, es decir, las que implican cambios del nivel general de precios de cierta persistencia, evitando confundirlas con movimientos transitorios en los precios que obedezcan a cambios de precios relativos.

Se han adoptado comúnmente cuatro criterios alternativos para obtener la inflación subyacente: i) excluir aquellos componentes que exhiben variaciones de precios muy altas; ii) re-ponderar los subíndices según su importancia relativa como señal inflacionaria; iii) separar mediante el uso de técnicas estadísticas el componente común a las variaciones de los precios de los componentes específicos y iv) excluir en forma discrecional los componentes de alimentos y energía (u otros) por considerárselos más volátiles (e.g., el índice “Ex. Food and Energy” en Estados Unidos). En algunos casos se extraen de la canasta, además, aquellos bienes y servicios cuyos precios no dependen de las condiciones del mercado sino de decisiones de política.

Un buen índice de inflación subyacente debe cumplir con las condiciones de preservar la tendencia del IPC y ser, al mismo tiempo, menos volátil. El Cuadro N° 1 compara las inflaciones de precios al consumidor y subyacente de Canadá, Estados Unidos e Inglaterra y muestra que efectivamente esos tres índices satisfacen ambas condiciones: similar tendencia pero menor volatilidad.

Cuadro N° 1: IPC e IPC subyacente

(Período diciembre 1998 – agosto 2004)

	Índice	Desvío estándar var. i.a.	Variación índice (Ago-04 / Dic-98)
Canadá	IPC	0,944	14,8%
	IPC subyacente	0,565	11,1%
EE UU	IPC	0,777	15,2%
	IPC subyacente	0,513	12,3%
Inglaterra	IPC*	0,735	14,0%
	IPC subyacente	0,500	12,8%

* RPI: Retail Price Index

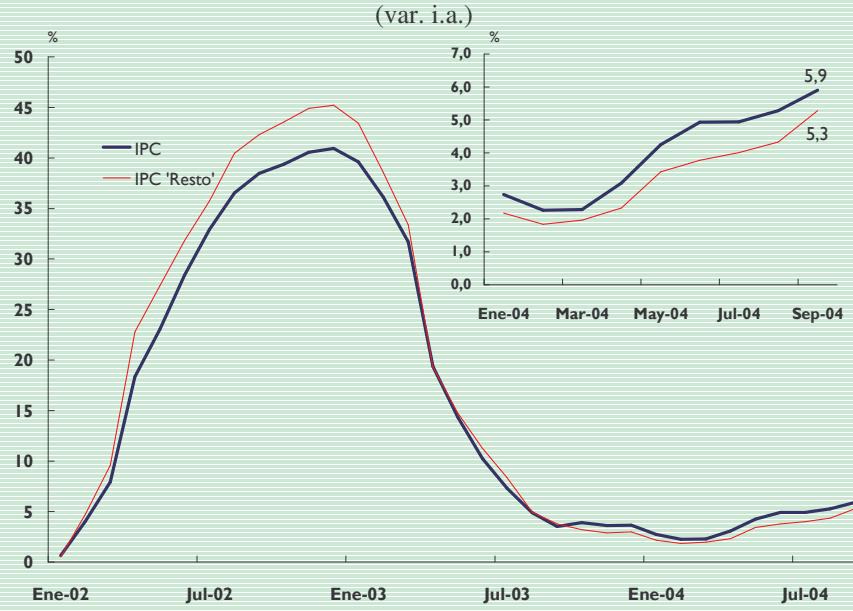
Fuente: BCRA en base a Banco de Canadá, Reserva Federal de St. Louis y Banco de Inglaterra

El BCRA está interesado en lograr una adecuada comprensión de la dinámica inflacionaria, en particular identificar aquellos movimientos en los precios que provean señales acerca de la inflación futura. Hasta el momento, el país no cuenta con una medición oficial de “core inflation”, pero se está avanzando en su definición utilizando los distintos criterios mencionados.

En este sentido recientemente el INDEC difundió junto a la publicación habitual del IPC de septiembre pasado un instrumento de análisis que constituye una primera aproximación a este concepto. A partir de la exclusión de dos

categorías del IPC, constituidas por aquellos bienes y servicios que presentan un componente estacional/volátil¹⁰ significativo y aquellos cuyos precios están sujetos a regulación o tienen una elevada incidencia impositiva¹¹ se obtiene un “IPC Resto” compuesto por aproximadamente un 70% de la canasta total que a priori puede ser utilizado como una proxy de la medida de inflación subyacente.

Gráfico N° 1
Evolución del IPC e IPC excluidos precios regulados y estacionales



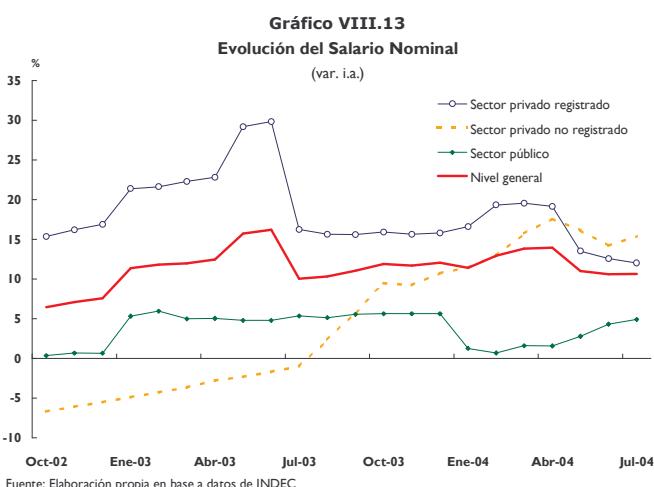
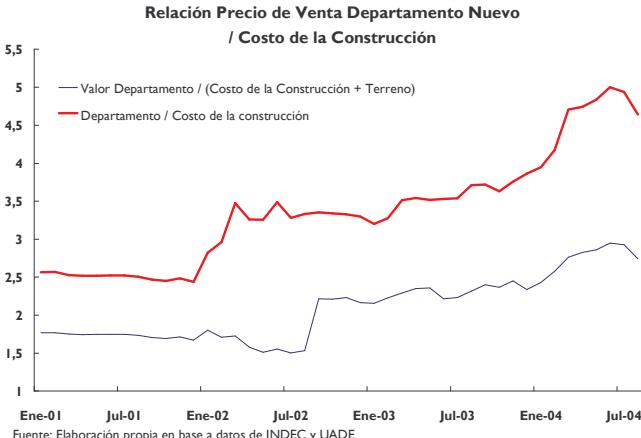
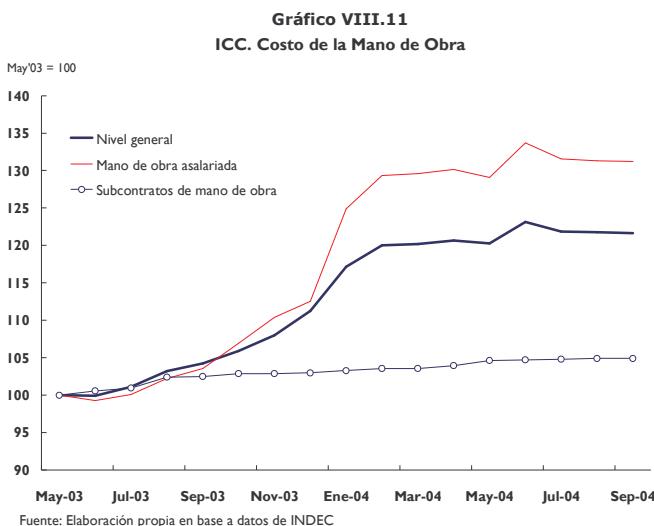
Fuente: INDEC

Como se aprecia en el Gráfico N° 1, que incluye ambas medidas de inflación, las variaciones interanuales (i.a.) del IPC se ubicaron por debajo del “IPC Resto” desde la liberación del tipo de cambio en enero de 2002 hasta octubre de 2003. A partir de esa fecha, se produce una dinámica opuesta con subas interanuales del IPC mayores a las del “IPC Resto”. Tal comportamiento era previsible considerando que este último indicador no incorpora los precios de los Servicios regulados cuyas tarifas se mantuvieron prácticamente sin cambios en los primeros dos años con posterioridad a la salida de la Convertibilidad. La exclusión de estos servicios de canasta contribuye a aumentar la dispersión del indicador proxy de la inflación subyacente. En contrapartida la extracción de los bienes estacionales y/o volátiles tiene el efecto inverso.

Este análisis permite determinar si un aumento del IPC corresponde a una aceleración de la inflación, o se explica por modificaciones de tarifas que estarían más asociadas a un cambio de precios relativos. Asimismo, al discriminar los rubros cuyos precios presentan un componente estacional o volátil marcado, evita lecturas erróneas sobre la inflación futura cuando las variaciones del IPC son generadas por efectos transitorios.

¹⁰Esta categoría representa el 9,24% de la canasta del IPC e incluye Frutas, Verduras, Ropa exterior, Transporte por turismo, y Alojamiento y excursiones.

¹¹Esta categoría representa 20,13% de la canasta del IPC e incluye Combustibles para la vivienda, Electricidad, Agua y servicios sanitarios, Funcionamiento y mantenimiento de vehículos, Correo, Teléfono, y Cigarrillos y accesorios.



VIII.4 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción registraron una importante desaceleración de su tendencia en el tercer trimestre ya que luego de crecer a un ritmo de 4,2% trimestral a lo largo del primer semestre, aumentaron sólo 1,2% en el tercero (ver Gráfico VIII.10).

Si bien todos los rubros que componen el indicador muestran una menor dinámica producto de la debilidad que comenzó a exhibir la actividad del sector a partir de abril, los rubros de Materiales y Costos laborales explican principalmente este comportamiento. En efecto, los Gastos generales mantuvieron un aumento similar al ocurrido a lo largo del trimestre anterior.

Con respecto a la trayectoria de los costos de los materiales, en el tercer trimestre, adicional al menor crecimiento del sector, se consolidó la desaceleración iniciada a partir de julio como consecuencia de la menor dinámica de los precios internacionales de los insumos básicos industriales mencionada.

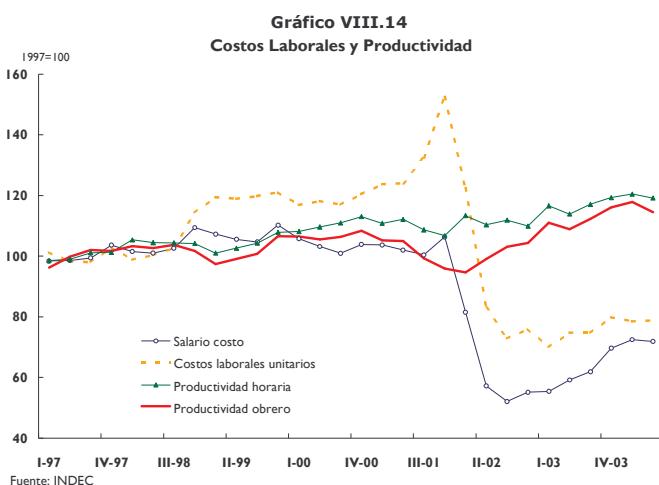
Por su parte, los costos de la mano de obra mantuvieron la tendencia declinante del trimestre previo (ver Gráfico VIII.11). Este desempeño estuvo explicado parcialmente por la inexistencia de aumentos salariales por decreto, que fueron los que impulsaron al alza los costos del trabajo durante la mayor parte de 2003. En los próximos meses es factible que el sector refleje algún aumento en sus costos habida cuenta del impacto sobre los salarios del sector que generaría la suba del Salario Mínimo Vital y Móvil definida a partir de septiembre (ver Sección IV). Otra medida que podría llegar a impactar sobre los costos del sector está dada por la decisión de la Corte de declarar inconstitucional el Artículo N° 39 de la Ley de Riesgos del Trabajo, lo que sienta jurisprudencia para que los trabajadores puedan entablar demandas civiles por accidentes de trabajo fuera de los topes fijados para las indemnizaciones. De todos modos esto último no quedaría reflejado en el índice de costos del INDEC.

Finalmente, a pesar de la desaceleración de la suba de los costos de la construcción, los márgenes de la construcción se redujeron debido a la tendencia declinante que comenzó a observarse en los precios de las viviendas en el tercer trimestre, según surge del indicador elaborado por la Universidad Argentina de la Empresa (UADE), aunque todavía se mantienen en niveles muy elevados. Actualmente, el cociente entre el precio de una vivienda finalizada y el costo de construcción asciende a 2,7 veces (ver Gráfico VIII.12). En los próximos meses se espera que los costos continúen desacelerándose una vez que se normalicen los precios internacionales de los *commodities* industriales, dado el menor dinamismo que evidencia ya el sector.

VIII.5 Salarios

En el segundo trimestre, los salarios nominales continuaron recuperándose, aunque a tasas significativamente menores a las que se venían registrando hasta entonces. Luego de crecer a un ritmo de 2,9% trimestral en promedio desde el tercer trimestre de 2002, los ingresos del trabajo registraron una suba de apenas 1,9% en el segundo trimestre y de 0,9% en lo transcurrido del tercero.

Aparece, además, un importante cambio en la contribución al crecimiento de los distintos segmentos del mercado de trabajo que componen el índice del INDEC. En efecto, los salarios del sector público, que desde la salida del tipo de cambio fijo habían sido los



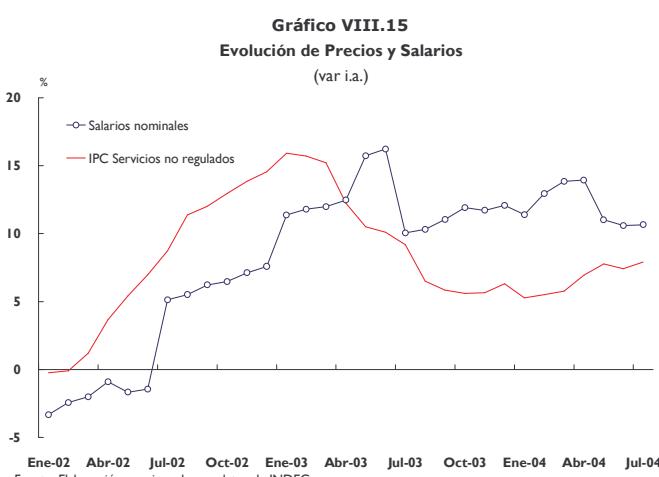
más relegados, fueron los que impulsaron el Índice General de Salarios durante el segundo y tercer trimestre. De hecho, hasta ahora, el único aumento que se observa en la serie correspondía a la restitución del descuento de 13% de los salarios públicos realizado como parte del ajuste fiscal durante 2001, a partir de julio de 2003 (ver Gráfico VIII.13).

En los últimos meses, el incremento en la nómina salarial del sector público estuvo concentrado en la decisión del Gobierno Nacional y de algunas administraciones provinciales de otorgar aumentos a sus empleados¹². Adicionalmente, algunos sectores específicos como los docentes se vieron beneficiados por subas adicionales financiadas en este caso por el Fondo Nacional de Incentivo Docente (FONID).

Los salarios pagados en el sector privado, por su parte, registraron un reducido dinamismo a partir de abril. La inexistencia de ajustes por decreto desde enero, y la desaceleración de la economía en esos meses contribuyó a menguar la recuperación de estos ingresos. Si bien los asalariados del sector formal ya recuperaron la pérdida de poder adquisitivo generada por la devaluación, los asalariados del sector informal todavía acumulan una pérdida de 27,9%. Esta dispar evolución entre los dos segmentos salariales del sector privado contribuyó a ampliar la brecha entre ellos que, según los resultados que se desprenden de la Encuesta Permanente de Hogares, asciende a 2,2 veces.

Sin embargo, y a pesar de la importante recuperación de los ingresos por encima de la inflación, los costos laborales continúan deprimidos en relación a estándares históricos, principalmente en los sectores productores de bienes transables. Actualmente, los costos laborales unitarios en la industria se ubican 32,4% por debajo de los vigentes en los últimos meses de la Convertibilidad (ver Gráfico VIII.14). De todos modos, esto no es necesariamente así en los sectores productores de no transables, principalmente servicios, en donde como se mencionó antes existen presiones latentes de recomposición de márgenes que se darán en la medida que la fortaleza de la demanda interna lo permita. De hecho, desde el segundo semestre se observa un mayor aumento en los precios de los servicios no sujetos a regulaciones a pesar de las menores presiones salariales mencionadas (ver Gráfico VIII.15).

Desde el punto de vista de la oferta de empleo, continúan reflejándose ciertas rigideces para cubrir determinados puestos de trabajo. Por ello, a pesar de la elevada tasa de desempleo que aún presenta la economía, pueden observarse presiones salariales en algunos segmentos específicos. La inversión en capital humano, que actualmente están encarando algunas empresas, resulta fundamental para capacitar la oferta acorde a sus necesidades.



¹² En el caso del Sector Público Nacional el aumento mencionado consistió en \$150 a partir de julio de 2004 a todos aquellos empleados que perciben ingresos por debajo de \$1.000 (ver Sección IV).



IX. RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO (REM)

IX.1 Síntesis

Las expectativas de inflación para el año se redujeron sensiblemente en el transcurso del tercer trimestre. La mediana del REM cayó 0,7 p.p. y se ubica en 6,8%, por debajo del límite inferior de la meta del BCRA (7% a 11%). Por su parte, la mediana de la tasa de crecimiento real del PIB para 2004 experimentó algunas oscilaciones, aunque se mantiene en niveles muy similares a los del trimestre anterior (7,2%).

Para 2005, las expectativas de crecimiento real del PIB aumentaron notablemente y alcanzan 4,5%, luego de haber tocado 4,2% cuando promediaba el trimestre. En el mismo sentido, la mediana de la inflación punta se incrementó 0,4 p.p., para ubicarse en 7,4%, dentro de la pauta fijada por el BCRA (5% a 8%).

Continúa la reducción en la dispersión de las expectativas de inflación, que siguen concentrándose en los valores que se encuentran en línea con las proyecciones del BCRA. Así, el desvío estándar de las distribución de expectativas para la inflación de los próximos 12 meses es de 0,9%, por debajo del 1,2% registrado a fines de junio.

Gráfico IX.1

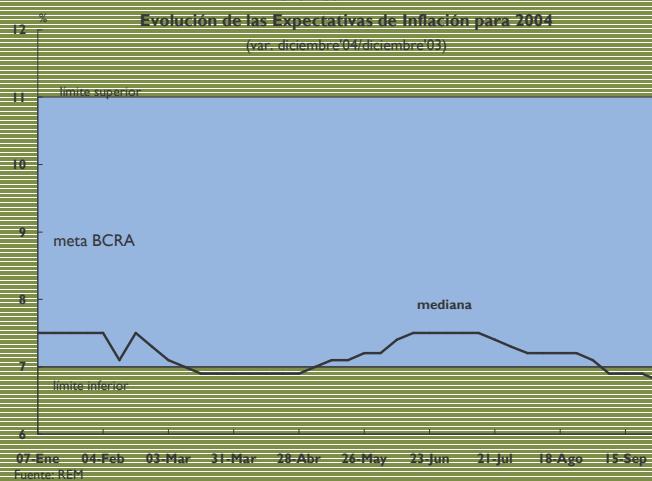
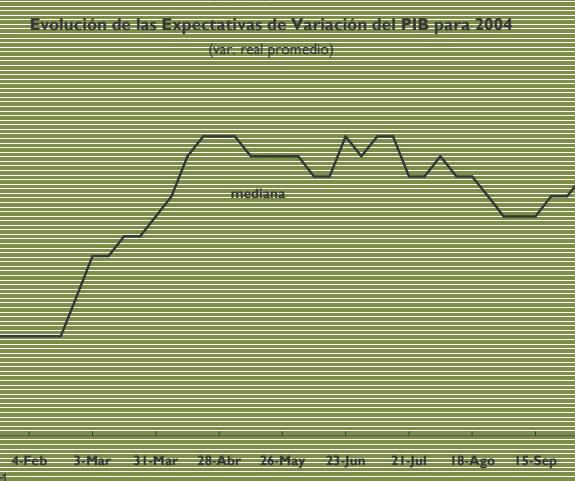
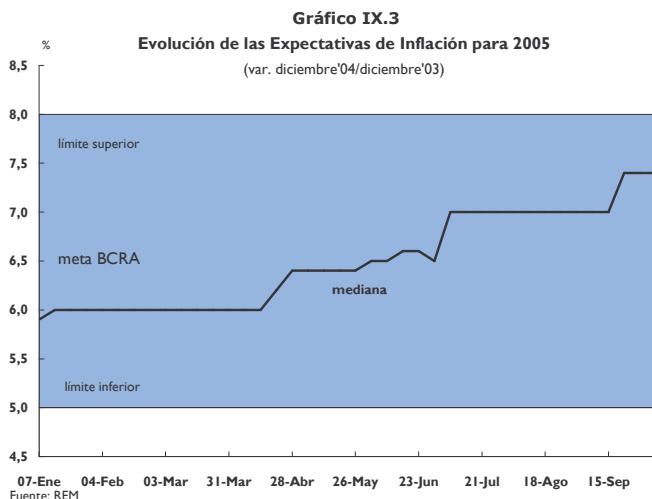


Gráfico IX.2





IX.2 Evolución y Principales Resultados

Las expectativas de inflación para 2004 se redujeron sensiblemente en el trimestre. La mediana de las estimaciones de “inflación punta a punta” del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) cayó 0,7 puntos porcentuales (p.p.) hasta ubicarse en 6,8%, por debajo del límite inferior de la meta del BCRA (7%-11%). Este ajuste se concentró en las últimas semanas del período y podría responder a que la evolución del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en agosto, difundida a comienzos de septiembre, resultó inferior a lo esperado por el REM (ver Gráfico IX.1).

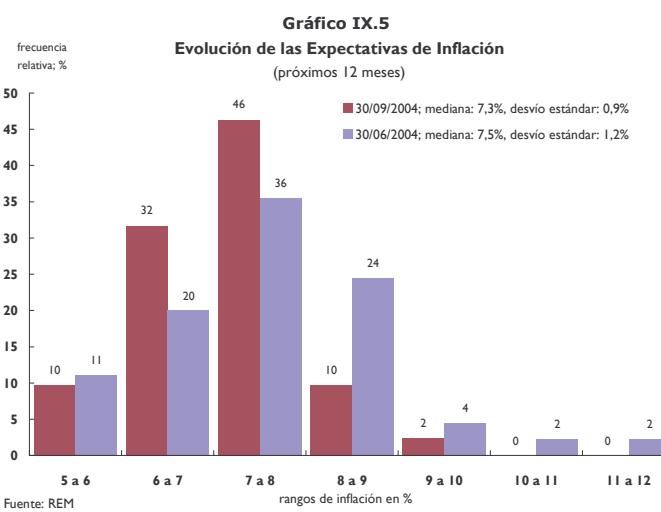
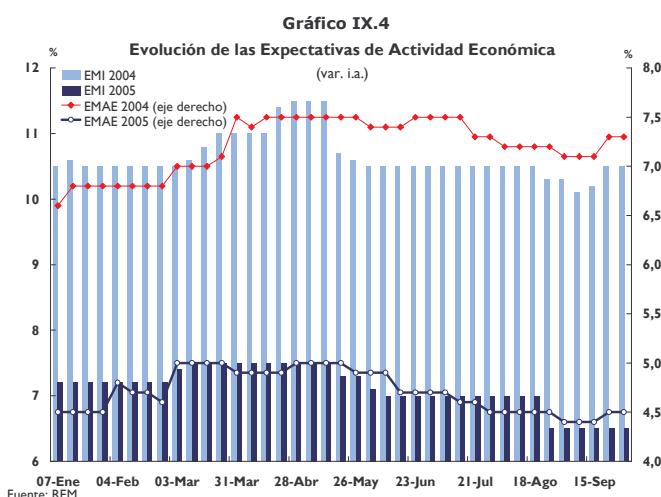
Las expectativas sobre la evolución del nivel de actividad económica para 2004 no sufrieron grandes alteraciones. En efecto, se espera un crecimiento real del PIB de 7,2%, estimación similar a la prevista a fines del segundo trimestre. En línea con este comportamiento, las proyecciones sobre el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) y el Estimador Mensual Industrial (EMI) experimentaron subas marginales para ubicarse en 7,3% y 10,5%, respectivamente. Sin embargo, estas variables exhibieron oscilaciones significativas a lo largo del trimestre. En parte, ello podría deberse a que el consenso del REM esperaba para el segundo trimestre del año una menor tasa de crecimiento real del PIB a la publicada a mediados del mes de septiembre (ver Gráficos IX.2 y IX.4)

Por el contrario, las expectativas de crecimiento del PIB en 2005 finalizaron en 4,5%, cuando a mediados del trimestre habían alcanzado un piso de 4,2%. En el mismo sentido, las proyecciones de inflación para 2005 mostraron un cierto aumento, ya que la mediana creció 0,4 p.p. y se ubicó en 7,4%, dentro del rango de la meta del BCRA (5% a 8%) (ver Gráfico IX.3).

En el trimestre, las expectativas sobre la inflación continuaron el proceso de convergencia señalado en Informes de Inflación previos. Así, la inflación “12 meses vista” relevada por el REM evidencia una clara tendencia de concentración sobre los valores centrales de la distribución de expectativas. En efecto, al 29 de septiembre el desvío estándar de la distribución de expectativas era de 0,9%, inferior al 1,2% que se registraba a fines del segundo trimestre (ver Gráfico IX.5).

Las expectativas sobre el stock de Base Monetaria Amplia (BMA) a fin de 2004 y 2005 continuaron reduciéndose debido a los efectos de la profundización del mercado de pases. Es importante mencionar que, tal como se prevé en la Metodología del REM, las proyecciones sobre BMA no incluyen el stock de pases del BCRA. De este modo, la mediana se ubica en \$50.000 millones. En el mismo sentido, la proyección del total de Depósitos cayó por debajo de \$80.000 millones, no obstante lo cual la estimación de Préstamos se incrementó \$800 millones para alcanzar \$37.500 millones (ver Cuadro IX.1).

El desempeño esperado sobre las finanzas públicas continúa mejorando. Las expectativas de Recaudación Tributaria Nacional y Resultado Primario del Sector Público No Financiero (SPNF) para 2004 exhiben, desde comienzos de año, una sostenida tendencia creciente. Así, según el REM la recaudación se aproximaría a \$100.000 millones y el superávit primario sumaría \$18.550 millones.





Cuadro IX.1
Pronósticos de las Variables Monetarias y Financieras
 (2004, fin del período)

Variable	7-Ene	31-Mar	30-Jun	29-Sep
Base Monetaria Amplia; mill de \$	53.745	54.000	53.500	50.000
Depósitos Totales; mill de \$	84.450	85.050	82.294	79.500
Depósitos Totales/PIB, %	20,1	20,1	19,3	18,5
Préstamos Totales; mill de \$	36.500	36.347	36.700	37.500
Préstamos Totales/PIB; %	8,7	8,6	8,6	8,7
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días	5,6	4,8	4,5	3,9
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año	9,0	8,1	7,5	7,0

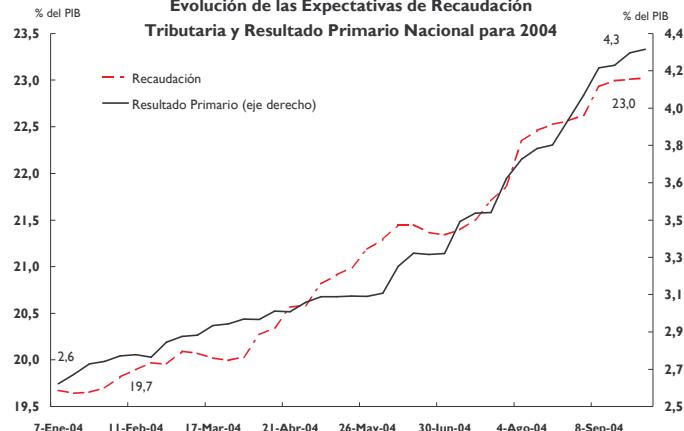
Fuente: REM

millones. En términos del PIB, estas previsiones representan 23,0% y 4,3%, muy por encima de las expectativas registradas en enero de 2004, de las metas del acuerdo con el FMI e incluso superiores a las estimaciones incluidas en el Proyecto de Presupuesto 2005¹³ (ver Gráfico IX.6).

Para 2005, se espera un leve incremento nominal de la recaudación que alcanzaría 22,3% del PIB (\$106.900 millones). Por su parte, el superávit primario nacional sumaría 3,6% del PIB (\$17.100 millones), reflejando una reducción en términos nominales de \$1.450 millones. Con todo, las previsiones para el próximo año también son mejores a las incluidas en el Proyecto de Presupuesto 2005¹⁴.

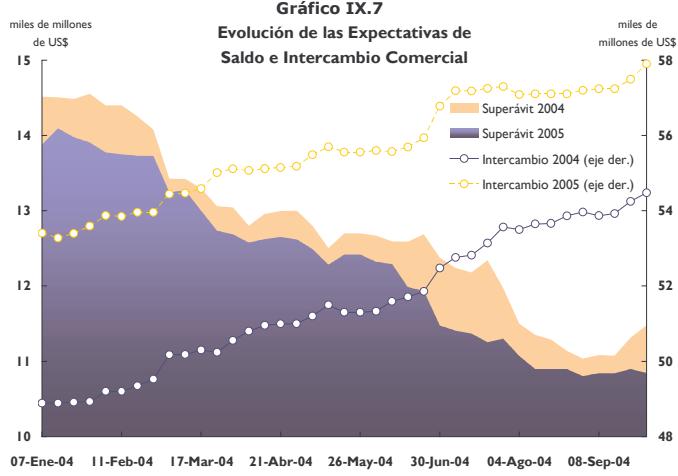
En el mismo sentido, el intercambio comercial (exportaciones más importaciones) continuaría su tendencia creciente tanto en 2004 como 2005, superando cómodamente US\$50.000 millones anuales. Asimismo, las expectativas del saldo comercial acumulado en el año exhibieron una clara tendencia decreciente, como consecuencia del incremento proyectado para las importaciones (ver Gráfico IX.7).

Gráfico IX.6
Evolución de las Expectativas de Recaudación Tributaria y Resultado Primario Nacional para 2004



Fuente: REM

Gráfico IX.7
Evolución de las Expectativas de Saldo e Intercambio Comercial



Fuente: REM

¹³ La comparación no es estrictamente correcta dado que el monto de recaudación incluido en el Proyecto de Presupuesto 2005 está compuesto por algunos conceptos que son diferentes a aquellos que componen el dato relevado por el REM. No obstante, las diferencias no resultan significativas.

¹⁴ La comparación no es estrictamente correcta dado que el superávit primario incluido en el Proyecto de Presupuesto 2005 es en base devengado, mientras que el dato relevado por el REM es en base caja. No obstante, las diferencias no resultan significativas.



RESULTADOS DEL REM. SEMANA DEL 29 DE SEPTIEMBRE DE 2004

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2005-AGO			2004-AGO			2004-SEP			2004-OCT			2004-NOV			2004-ANL			2005-ANL		
VARIABLES	Promedio	Mediana	Desvio																		
IPC: var. 12 meses; en %	7,2	7,3	0,9													5,3	4,7	1,4	7,2	7,2	1,3
IPC: var. interanual implícita, en % (*)				5,8	5,9	5,9										6,8	6,8	0,8	7,4	7,4	1,2
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)																10,2	10,5	1,6	8,4	8,2	1,7
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %	0,5	0,5	0,1	1,0	0,8	0,5															
Monetarias y Financieras																					
Base Monetaria Amplia: prom. mensual; en mill. de \$				46.712	46.600	414	47.169	47.100	598				50.639	50.000	2.484	56.713	57.000	2.874			
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mill. de \$				77.049	77.100	276	77.542	77.580	499				80.339	79.500	2.476	90.719	91.000	3.868			
Prestamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mill. de \$				35.513	35.500	285	36.104	36.100	425				37.484	37.500	1.093	44.876	45.000	3.132			
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (fin del período); en %				3,3	3,3	0,3	3,4	3,3	0,3				3,9	3,9	0,9	5,3	5,0	1,4			
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (fin del período); en %							6,8	6,8	0,2	6,8	6,8	0,2	7,0	7,0	1,3	7,6	8,0	1,5			
Tipo de Cambio Nominal: fin del período; \$/US\$							3,00	3,00	0,01	3,01	3,01	0,02				3,03	3,03	0,06	3,14	3,10	0,13
Actividad Económica																					
EMAE: var. interanual; en %	7,3	7,4	1,1	6,4	6,1	0,9										7,3	7,3	0,6	4,6	4,5	1,0
EMI: var. interanual; en %					9,6	10,0	1,3	8,8	8,7	1,1						10,4	10,5	1,2	6,6	6,5	1,9
Sector Externo																					
Exportaciones; en mil. de us\$	2.764	2.800	185	2.730	2.750	155							32.785	32.990	816	34.248	34.400	1.005			
Importaciones; en mil. de us\$	1.925	1.950	125	1.914	1.930	147							20.995	21.500	1.730	23.570	23.528	2.219			
Fiscales																					
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$					8.159	8.171	216	8.272	8.284	217						97.455	98.980	4.728	106.070	106.900	6.515
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$					1.331	1.325	288	1.316	1.330	313						18.058	18.550	2.411	17.100	17.100	2.357
2) Variables de Frecuencia Trimestral																					
VARIABLES	2004-TR3			2004-TR4			2004-TR1			2004-ANL			2005-ANL			2005-ANL					
Actividad Económica	Promedio	Mediana	Desvio																		
PBI a precios constantes: variación interanual; en %	6,6	6,5	0,7	5,5	5,4	1,1							7,3	7,2	0,6	4,7	4,5	1,0			
PBI a precios corrientes; en mil. de \$													432.994	430.000	12.879	480.814	479.500	19.436			
Consumo Total a precios constantes; variación interanual; en %	6,5	6,3	1,1	5,4	5,0	1,3							7,1	6,8	0,7	4,6	4,6	0,9			
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	29,5	31,0	5,4	21,8	22,0	4,9							30,4	31,6	5,4	13,2	12,3	5,3			
Tasa de desocupación; en %	13,8	13,8	0,4										13,4	13,5	0,8	12,3	12,4	1,0			
Sector Externo																					
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de U\$	669	700	411	301	361	583							3.397	3.120	1.394	2.665	2.900	1.979			
Reservas Internacionales; fin de período; en mil. de U\$	17.999	18.160	666										18.559	18.550	1.026	20.156	20.100	1.450			

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



GLOSARIO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

€: Euro	EEB: Encefalopatía Espongiforme Bovina
\$: Pesos argentinos	EE.UU.: Estados Unidos
acum.: Acumulado	EIL: Encuesta de Indicadores Laborales
AACREA: Asociación Argentina de Consorcios Regionales de Experimentación Agrícola	EM: Efectivo Mínimo
ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores	EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica
ALADI: Asociación Latinoamericana de Integración	EMBI+: Emerging Markets Bond Index
ASEAN: Asociación de Naciones del Sudeste Asiático	EMI: Estimador Mensual Industrial
AT: Adelantos transitorios	EPH: Encuesta Permanente de Hogares
BCB: Banco Central de Brasil	EPH continua: Nueva Encuesta Permanente de Hogares
BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires	EPH puntual: Encuesta Permanente de Hogares Tradicional
BCE: Banco Central Europeo	Eurostat: Oficina de Estadística de la Unión Europea
BCRA: Banco Central de la República Argentina	FCI: Fondos Comunes de Inversión
BEF: Boletín de Estabilidad Financiera	Fed Funds: Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de los EE.UU.
BID: Banco Interamericano de Desarrollo	FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas
BIRF: Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento	FMI: Fondo Monetario Internacional
BIS: Banco de Pagos Internacionales.	FOB: Free on Board
BMA: Base Monetaria Amplia. Definida como la circulación monetaria en pesos, la cuenta corriente en pesos de las entidades financieras en BCRA, más el stock de cuasimonedas	FOMC: Federal Open Market Committee (EE.UU.) (Comité Federal de Mercado Abierto)
BOCON: Bonos de Compensación Nacional	FONID: Fondo Nacional de Incentivo Docente
BODEN: Bonos del Estado Nacional	GBA: Gran Buenos Aires
BOGAR: Bono Garantizado	GNC: Gas Natural Comprimido
BOVESPA: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo	i.a.: Interanual
BTU: British Thermal Unit. Unidad de energía	IBGE: Instituto Brasileiro de Geografía e Estadística (Brasil)
CBA: Canasta Básica Alimentaria	IBIF: Inversión Bruta Interna Fija
CBT: Canasta Básica Total	ICC: Índice del Costo de la Construcción
CC: Cuenta corriente	ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias
CD: Certificados de depósito	IED: Inversión Extranjera Directa
CEDRO: Certificado de Depósitos Reprogramados	IFI: Instituciones Financieras Internacionales: FMI, BID y BIRF
CEDEM: Centro de Estudios para El Desarrollo Económico Metropolitano	INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos
CFI: Coparticipación Federal de Impuestos	IPC: Índice de Precios al Consumidor
CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia	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
Copom: Comité de Política Monetaria (Brasil)	IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)
DGI: Dirección General Impositiva	



IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor	R\$: Reales brasileños
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	repo: Tasa sobre pases activos del Banco de Inglaterra, utilizada como tasa de interés de referencia
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	RIT: Régimen de Información y Transparencia
ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos	ROFEX: Mercado a Término de Rosario
ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	RPI: Retail Price Index (Índice de precios minoristas del Reino Unido)
IVA: Impuesto al Valor Agregado	RU: Reino Unido de la Gran Bretaña
IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado recaudado por la DGI	Rueda REPO: Rueda de negociación donde se operan pases aforados con LEBAC en pesos sin actualización CER como activo subyacente
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	s.e.: Serie sin estacionalidad
LFCF: LatinFocus Consensus Forecast	SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	SARS: Severe Acute Respiratory Syndrom (Síndrome Respiratorio Agudo Severo)
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	SEC: Securities and Exchange Commission
MAE: Mercado Abierto Electrónico	Selic: Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)
MEC: Mercado Electrónico de Cambios	SIOPEL: Sistema de Operaciones Electrónicas
Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
MI: Metas de Inflación	SMVM: Salario Mínimo, Vital y Móvil
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	TIR: Tasa interna de retorno
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	TNA: Tasa Nominal Anual
MRO: Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)	UCI: Utilización de la Capacidad Instalada
NEA: Noreste Argentino	UNIREN: Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos
NOA: Noroeste Argentino	US\$: Dólares estadounidenses
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	US\$/b.: Dólares estadounidenses por barril
NYMEx: New York Mercantile Exchange	UST: Bono del tesoro de EE.UU.
O/N: Overnight	UADE: Universidad Argentina de la Empresa
ON: Obligaciones negociables	UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	var.: variación
OCT MAE: Operaciones Compensadas a Término MAE	VN: Valor Nominal
p.b.: Puntos básicos	WTI: West Texas Intermediate (petróleo de referencia Argentina)
p.p.: Puntos porcentuales	
PEA: Población Económicamente Activa	
PIB: Producto Interno Bruto	
PP: Productos Primarios	
PP-05: Proyecto de Presupuesto Nacional 2005	
PyMES: Pequeñas y Medianas Empresas	

