

INFORME DE INFLACIÓN



Banco Central
de la República Argentina

Cuarto Trimestre de 2005



INFORME DE INFLACIÓN

**Banco Central
de la República Argentina**

Cuarto Trimestre de 2005

Banco Central de la República Argentina

Octubre 2005
ISSN: 1668-0561
Edición electrónica

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

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente. Para comentarios o consultas a la versión *on-line*:

analisismacro@bcra.gov.ar

Prefacio

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

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

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

*La fecha de cierre estadístico de este informe fue el 5 de octubre, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de septiembre de 2005. La próxima publicación del **Informe de Inflación**, correspondiente al primer trimestre de 2006, será el 18 de enero a través de internet.*

Buenos Aires, 26 de octubre de 2005





Contenido

I. Visión Institucional	8
II. Contexto Internacional	12
III. Actividad Económica	20
Apartado 1. Los incentivos fiscales a la Inversión Privada	25
IV. Empleo y Salarios.....	32
V. Sector Externo	37
VI. Finanzas Públicas	43
VII. Política Monetaria y Mercado de Activos	49
Apartado 2. El crédito bancario y la actividad productiva	55
Apartado 3. Acumular reservas: un seguro de prevención para las economías emergentes.....	58
VIII. Inflación.....	63
IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).....	69
Resultados del REM. Semana del 5 de Octubre de 2005	72
Glosario de Abreviaturas y Siglas	73



I. VISIÓN INSTITUCIONAL

El ritmo de crecimiento de la economía continúa siendo sólido, incluso por encima de lo esperado. A la fuerte expansión registrada en el segundo trimestre (2,4% sin estacionalidad -s.e.-; 10,1% interanual -i.a.-) se agrega una muy buena evolución de la mayor parte de los indicadores de actividad del tercero. Este desempeño indica que la economía continuaría creciendo a tasas muy significativas y se proyecta que 2005 finalice con una expansión real del PIB superior a 8%.

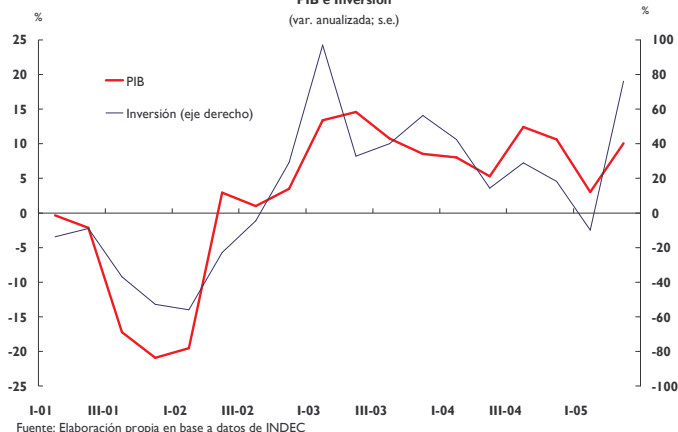
Este crecimiento ocurre en un contexto donde la brecha del Producto tiende a cerrarse, no obstante el importante dinamismo que muestra la Inversión. A pesar del cambio en el sesgo de la política del BCRA, que se reflejó por primera vez en una reducción real de la Base Monetaria Amplia (BMA), el aumento de la inflación que se observa en los últimos meses ha sido mayor al esperado. Para evaluar esta situación debe considerarse el rezago natural de la política monetaria que, mediante sus canales de transmisión hacia la economía real, tarda en materializarse entre 12 y 24 meses. Si bien parte del mayor incremento de los precios obedeció principalmente a factores estacionales y/o volátiles, también es consecuencia de una significativa inflación subyacente (o *core inflation*), liderada en gran medida por la recomposición de precios relativos que aún se observa en la economía.

Desde el punto de vista del gasto, el crecimiento sigue siendo liderado por el excelente desempeño que muestra la absorción interna, tanto la Inversión como el Consumo. La dinámica de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) está sustentada en la incorporación de equipo durable al proceso productivo, aunque la construcción también aportó en forma significativa a su crecimiento. La estrecha capacidad ociosa que muestran vastos sectores de la economía, en un contexto donde las bajas tasas de interés permiten que el gasto interno continúe firme y se amplían las posibilidades de acceso al crédito (impulsado además por la mejora en la calidad crediticia de las empresas y del país luego de la reestructuración de la deuda pública), se presenta como un escenario propicio que favorece la Inversión (ver Apartado 2). A esto se suma un gran número de mecanismos de estímulo a la Inversión definidos por el Gobierno Nacional que, en conjunto, permiten prever un buen desempeño de la IBIF en los próximos meses (ver Apartado 1). El Consumo Privado, por su parte, se vio favorecido por la mejora en los ingresos reales de los asalariados, la recuperación del empleo y las reducidas tasas de interés.

Desde el punto de vista de la oferta, todos los sectores mostraron un importante dinamismo, siendo similar el aporte al crecimiento del PIB de la producción de bienes y de servicios. En el segundo trimestre se vio un fuerte aumento de la producción agropecuaria a partir de los registros récord de la cosecha agrícola y en el tercero se destaca el crecimiento de la industria y de la intermediación financiera.

El mercado de trabajo continuó mostrando una clara recuperación y la Tasa de Desocupación alcanzó 12,1% en el segundo trimestre, con una caída de 2,7 puntos porcentuales (p.p.) respecto a un año atrás y de 12 p.p. en relación a los máximos registros de 2002. Los datos del tercer trimestre permiten estimar que la economía

Gráfico I.1
PIB e Inversión
(var. anualizada; s.e.)



continuó generando puestos de trabajo (en gran medida formales) y la Tasa de Desocupación habría continuado reduciéndose e incluso podría terminar el año por debajo de 11%. Para 2006, teniendo en cuenta la normalización esperada en el ritmo de crecimiento de la economía, una Tasa de Actividad estable y una elasticidad empleo-Producto algo mayor que la registrada en los dos primeros trimestres de 2005, se proyecta que la Tasa de Desocupación se ubique en niveles de un dígito.

Los salarios reales continuaron creciendo a buen ritmo y acumulan una suba cercana a 6% en el transcurso del año. El impulso estuvo dado exclusivamente por el sector formal (público y privado) en el marco de la implementación de los resultados de negociaciones colectivas realizadas en la primera mitad del año. Los salarios pagados en el sector informal, en cambio, registraron una caída en el tercer trimestre, incluso cuando son medidos en términos nominales. En lo que resta de 2005, el proceso de recomposición salarial sería menor al observado en el primer semestre debido a que prácticamente todos los sectores renegociaron sus salarios.

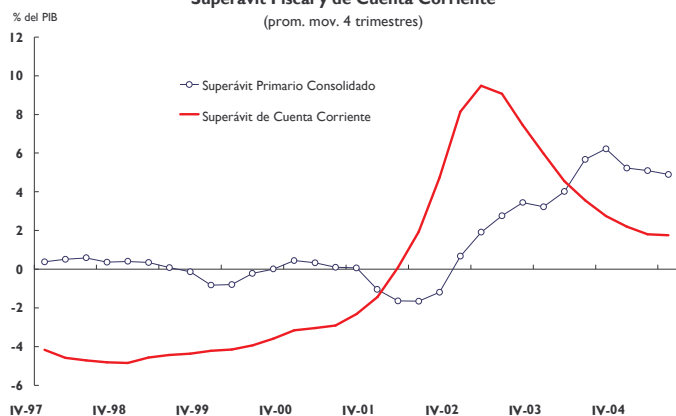
La dinámica del empleo y los salarios, conjuntamente con un menor aumento de los precios que componen la Canasta Básica Alimentaria (CBA) en la primera mitad del año, permitió una nueva reducción de los indicadores de pobreza que ya acumulan cinco trimestres consecutivos de caída, exhibiendo una disminución de 19 p.p. frente a los máximos alcanzados en 2002. Para lo que resta de 2005, se espera que continúe la disminución de los índices de pobreza, aunque dependerá de la evolución de los precios más volátiles que componen la CBA que aumentaron fuertemente en el tercer trimestre y se reducirían en el cuarto.

Los resultados del comercio exterior siguen siendo positivos, permitiendo que la normalización en la Cuenta Corriente anunciada en **Informes** anteriores ocurra a un ritmo menor al esperado. A su vez, el canje de la deuda pública en situación irregular originaría por sí solo un ahorro de intereses en base devengado de más de 1,5% del PIB en el año. De este modo, la Cuenta Corriente mostraría un resultado mayor en términos del PIB que el registrado en 2004, al tiempo que para 2006 continuaría ubicándose en terreno positivo.

Las cuentas fiscales nacionales continúan mostrando un importante superávit primario, gracias al excelente desempeño de la recaudación tributaria que acumula un aumento de 18,6% i.a. en 2005. El gasto primario siguió creciendo, incluso por encima de la mejora exhibida por la recaudación tributaria, lo que en parte refleja algunas medidas que fueron definidas con anterioridad al presente período. Con todo, este año finalizaría con un superávit primario nacional que podría superar 3,5% del PIB. Para el próximo año, a pesar de la leve reducción prevista para el superávit primario en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2006, el escenario de financiamiento no debería mostrar riesgos muy importantes y la principal cuestión a discernir será su composición.

El contexto internacional sigue siendo favorable: la economía mundial exhibiría un crecimiento de aproximadamente 4,3% en 2005 y 4% en 2006. Sin embargo, se intensificaron algunos factores de riesgo que afectan en forma directa o indirecta a la economía local. El principal cambio en el escenario internacional estuvo centrado en el importante aumento que registró el precio del

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



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

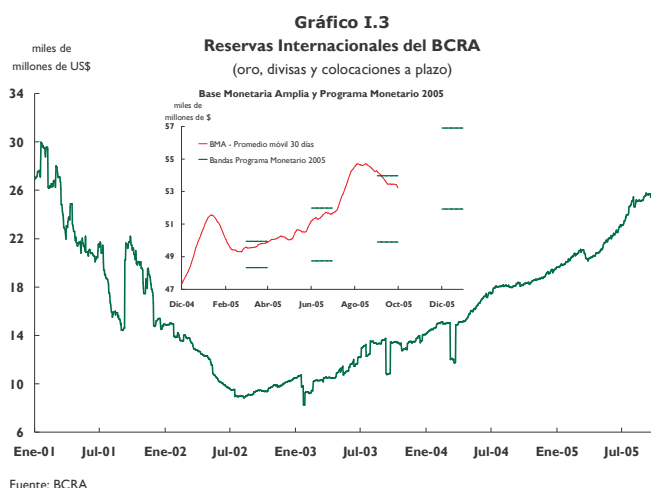
petróleo. Al mismo tiempo la mayor probabilidad de una suba más acelerada (o más persistente) en las tasas de interés de la economía de Estados Unidos también genera un aumento en la volatilidad de los flujos de capitales a mercados emergentes, que se reflejó en un leve incremento del riesgo soberano. El financiamiento del sector público en el mercado hace que este factor comience a tener una mayor importancia. Sin embargo, su impacto directo es todavía reducido teniendo en cuenta la evolución de las cuentas públicas y las relativamente bajas necesidades de financiamiento.

El BCRA continúa marcando el cambio de sesgo de la política monetaria iniciada en 2005. En efecto, contrariamente a lo ocurrido en 2003 y 2004, por primera vez se registró una reducción de la BMA que alcanzó en términos reales a 3,5%. Esto se hizo sin descuidar la política prudencial anticíclica de acumulación de reservas, que al igual que otros bancos centrales de países emergentes, se está llevando a cabo aprovechando el contexto de elevada liquidez internacional. El objetivo apunta a suavizar los cambios en este escenario que puedan producirse en el futuro. El nivel de reservas internacionales alcanzado a comienzos de octubre asciende prácticamente a US\$26 mil millones, lo que reduce la vulnerabilidad externa (ver Apartado 3).

La implementación de esta política de acumulación de reservas se está haciendo en consonancia con el Programa Monetario elaborado por el BCRA, que a septiembre lleva nueve trimestres consecutivos de cumplimiento. Para ello, se continúan utilizando los mecanismos usuales de absorción monetaria, a la vez que se siguen desarrollando herramientas adicionales de esterilización. Entre los instrumentos utilizados se destacan la colocación de Letras y Notas, que implicó una contracción monetaria de \$10.478 millones en el año, la realización de operaciones de Pases Pasivos (\$1.909 millones), la recuperación de Redescuentos (\$6.663 millones) y la realización de operaciones de mercado abierto con títulos públicos en cartera del BCRA (\$250 millones).

Las tasas de interés continuaron mostrando un incremento durante el trimestre, aunque menor al evidenciado en la primera mitad del año. El aumento de las tasas de interés de los instrumentos del BCRA en toda la curva de rendimientos fue de algo más de 300 puntos básicos (p.b.) en lo que va de 2005. Se espera, además, que la reducción del estímulo monetario sea complementada por una política fiscal y salarial consistente con el objetivo de estabilidad de precios.

De acuerdo a lo proyectado en el **Informe de Inflación** anterior, en el tercer trimestre del año los precios minoristas aumentaron 2,6% trimestral, algo por encima del período abril-junio (2%), pero sensiblemente por debajo del registro de los primeros tres meses del año (4%). En este sentido, la lenta transferencia de efectos parciales de la devaluación acontecida a la salida de la Convertibilidad sobre los precios relativos está generando un impulso adicional a un aumento generalizado. Sin embargo, el mayor incremento que muestra el Índice de Precios al Consumidor (IPC) obedeció, fundamentalmente, a los aumentos de los bienes que se incluyen en el rubro Alimentos, principalmente de las frutas y de las verduras, productos que forman parte de los componentes volátiles y/o estacionales del IPC. En efecto, luego de haberse mantenido prácticamente sin cambios en el segundo trimestre, en el tercero, los precios de los bienes y/o servicios volátiles y/o

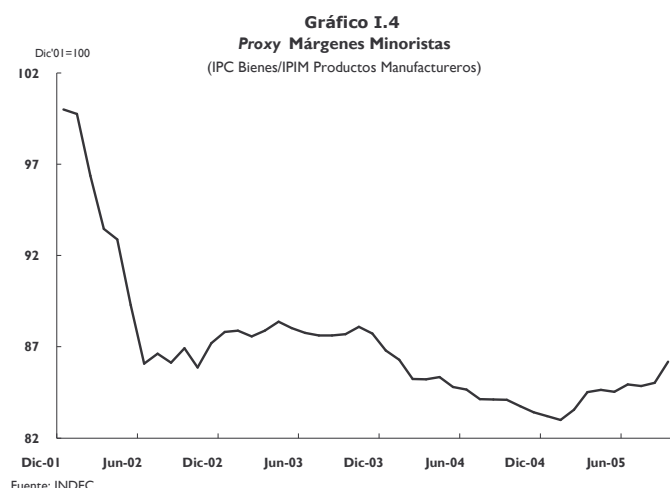


estacionales del Índice se incrementaron 7,3%, con una incidencia de aproximadamente 0,8 p.p. en el trimestre.

De este modo, excluyendo las alzas de precios originadas en factores coyunturales de oferta, explicadas básicamente por problemas climáticos que afectaron algunas producciones específicas y los cambios normativos en la aplicación del Programa de Uso Racional de la Energía Eléctrica (PUREE), que se reflejó en una leve caída en los precios de los componentes regulados, el alza en el IPC del tercer trimestre se mantiene en línea con la trayectoria del segundo, compatible con un aumento anualizado de 8%.

Si bien en el cuarto trimestre los factores de oferta coyunturales que afectaron los precios de los alimentos deberían diluirse, es factible que la tasa de inflación se mantenga en torno a los niveles actuales, habida cuenta de los aumentos pendientes en sectores puntuales (en algunos casos sujetos a algún tipo de regulación) que se concretarían en la última parte del año. En este sentido, son varias las empresas de medicina prepaga que ya anunciaron aumentos en sus tarifas para fin del año, al tiempo que también estaría autorizada una suba adicional en las cuotas de los colegios privados del Gran Buenos Aires y de los taxis de la Capital Federal.

Para el año próximo se espera una desaceleración en la inflación subyacente, acorde con la reducción prevista en el ritmo de crecimiento de la economía. En este escenario, el aumento del IPC podría alcanzar un registro similar al estimado en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2006. El objetivo del BCRA será también combatir las expectativas de una aceleración de la inflación, factor que resulta fundamental para reducir los riesgos de una eventual y paulatina indexación de la economía. Sumado a esto, será necesario una continua mejora de la inversión para permitir un crecimiento armónico de las variables macroeconómicas. De todos modos, todavía falta definir la evolución de los precios de los sectores sujetos directa e indirectamente a algún tipo de regulación. Será determinante el recorrido que muestren las tarifas minoristas de los servicios públicos, los posibles cambios en el acuerdo impositivo para los cigarrillos y en otros precios (carne, lácteos y combustibles) donde existen presiones latentes para la recomposición de márgenes.



II. CONTEXTO INTERNACIONAL

II.1 Síntesis

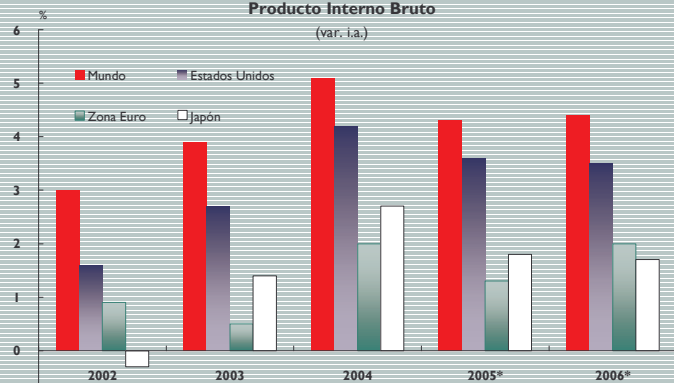
El contexto internacional continúa siendo favorable para Argentina, aunque se aprecia algún incremento en los factores de riesgo respecto al trimestre previo, particularmente por la suba del precio del petróleo, la expansión del déficit de cuenta corriente en Estados Unidos y el mayor temor a la existencia de una “burbuja” en los precios de los activos en ese país, especialmente en el valor de las propiedades. En este escenario, el mercado espera que la economía global se expanda 4,3% este año y alrededor de 4% en 2006. En EE.UU. el PIB se incrementaría 3,6% en 2005 y algo menos el año próximo, en tanto que la economía brasileña crecería 3,3% este año y 3,5% en 2006. La economía de la zona Euro se mantiene estancada y en Japón se apreció un importante dinamismo en el nivel de actividad en el primer semestre.

En los últimos dos meses la inflación se aceleró considerablemente en Estados Unidos y en la zona Euro, generando temores sobre una aceleración (o prolongación) del aumento de la tasa de interés en EE.UU. y una posible suba de la tasa de interés de referencia en la zona Euro, estable en 2% desde junio de 2003. A pesar de que la inflación de EE.UU. supera 4% interanual (i.a.), el incremento del índice subyacente se mantiene contenido (en torno a 2% i.a.). En la zona Euro, los precios minoristas habrían aumentado 2,5% i.a. en septiembre, situándose por encima de la meta del Banco Central Europeo (BCE). En cambio, en Brasil la inflación continuó desacelerándose significativamente y finalizaría 2005 en torno a 5,2%.

Los precios de las materias primas agrícolas, con excepción del maíz, podrían exhibir una tendencia alcista hacia fin de año y en 2006, en tanto que la cotización internacional del petróleo se mantendría en niveles elevados. Por otro lado, luego del marcado incremento de los flujos de capitales hacia economías emergentes que se apreciaría este año, principalmente por el influjo de Inversión Extranjera Directa (IED) y la elevada emisión de bonos soberanos y deuda privada, los flujos podrían exhibir una reducción en 2006 dado un contexto global relativamente menos favorable.

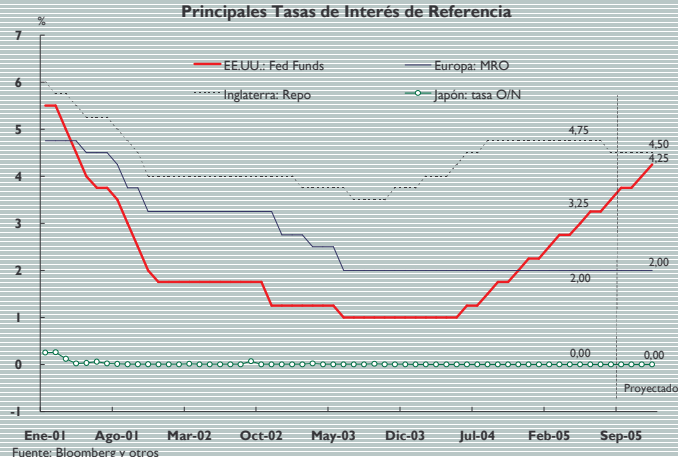
Con todo, la corrección de los “desbalances globales” sigue siendo uno de los principales factores de incertidumbre mundial y recientemente se acentuó el riesgo relacionado a la inflación de activos en Estados Unidos. Sin embargo, tanto Argentina como la región, se encuentran actualmente mejor preparadas para enfrentar un deterioro del escenario internacional.

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



* Proyectado
Fuente: LatinFocus Consensus Forecast

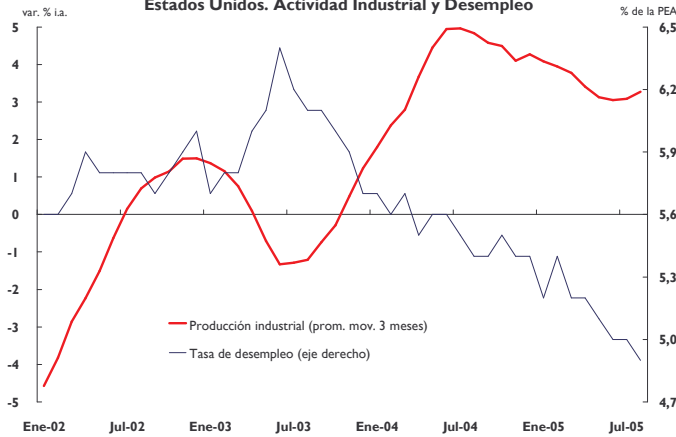
Gráfico II.2
Principales Tasas de Interés de Referencia



Fuente: Bloomberg y otros

Gráfico II.3

Estados Unidos. Actividad Industrial y Desempleo

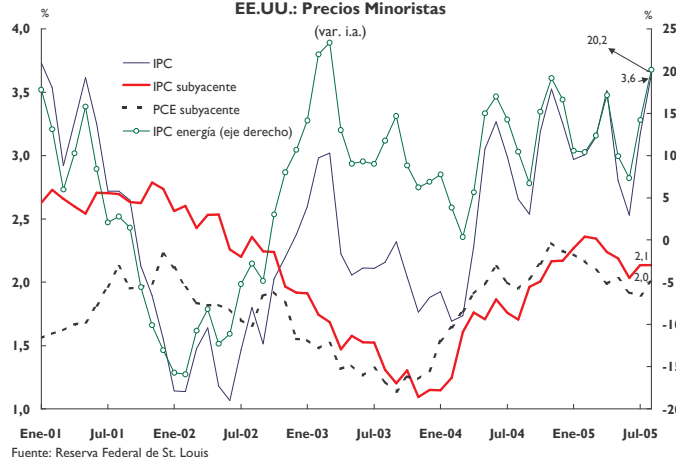


II.2 Estados Unidos

La economía estadounidense se desaceleró levemente en el segundo trimestre del año y se expandió a una tasa anualizada de 3,4% sin estacionalidad (s.e.) en relación con el trimestre previo. El Consumo Privado volvió a ser el principal impulsor del PIB, seguido por la Inversión Privada. El menor crecimiento reflejó principalmente una significativa caída en los inventarios que más que contrarrestó la contribución positiva de las exportaciones netas. Con precios de la energía en niveles elevados, el mercado redujo en los últimos meses su estimación de aumento del Consumo Privado y ahora espera que la economía crezca a una tasa anualizada de 3,5% en el tercer trimestre. Por otro lado, se prevé que el impacto de los huracanes sobre el nivel de actividad sería moderado y temporario, reduciendo levemente la expansión económica en lo que resta del año y 2005 finalizaría con un aumento de 3,6% en el PIB. En cambio, en 2006 la economía se desaceleraría levemente (incremento del PIB de 3,4%) en el contexto de una política monetaria menos expansiva por las subas de la tasa de interés realizadas durante este año, a pesar de que las tareas de reconstrucción para reparar el impacto de los huracanes podrían generar un efecto positivo sobre el nivel de actividad.

Gráfico II.4

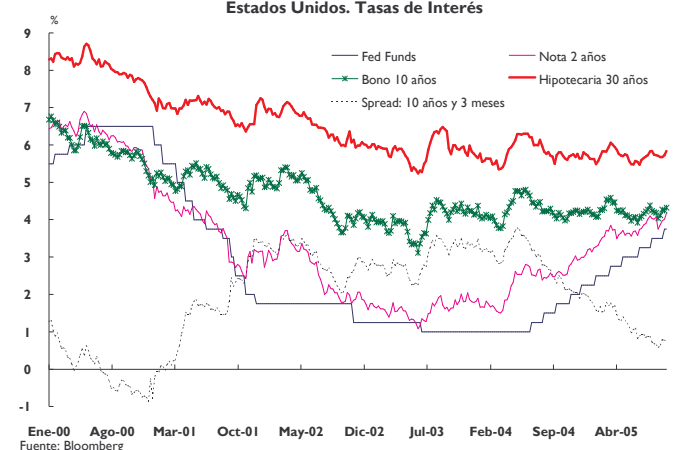
EE.UU.: Precios Minoristas



La creación de empleo en el tercer trimestre se situó por debajo del promedio del primer semestre, con niveles mensuales menores a los observados el año pasado. En septiembre, la economía americana destruyó sólo 35.000 puestos de trabajo y mostró un desempeño mejor al esperado por el mercado, que preveía una reducción de 172.000 puestos como consecuencia del efecto del huracán *Katrina*. La destrucción de empleo se reflejó en la fuerte caída de la confianza de los consumidores, que alcanzó el mínimo nivel en tres años, debido al elevado precio de los combustibles, el panorama menos favorable sobre la evolución del mercado laboral y los huracanes que afectaron el sur de EE.UU.. Sin embargo, se espera que el retroceso evidenciado en el mercado laboral se revierta en los próximos meses, lo que favorecería el desempeño del Consumo Privado en lo que resta del año y permitiría sostener el nivel de crecimiento (ver Gráfico II.3).

Gráfico II.5

Estados Unidos. Tasas de Interés



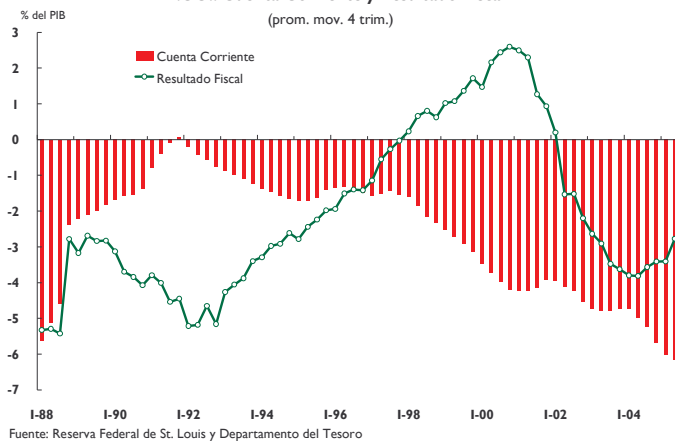
En el tercer trimestre la inflación mostró una importante aceleración, mayormente por el incremento en el precio de la energía. En efecto, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) subió 0,5% mensual en julio y agosto y exhibió en el octavo mes del año una variación de 3,6% interanual (i.a.). Además, según las estimaciones del mercado, la inflación de septiembre habría superado 4% i.a. influida por el fuerte encarecimiento del petróleo crudo en agosto. Sin embargo, el índice de inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, se mantuvo contenido en los últimos meses e incluso mostró aumentos menores. Así, el IPC subyacente se elevó 2,1% i.a. en agosto, luego de haber llegado a 2,4% i.a. en febrero y habría mantenido la misma tendencia en septiembre (ver Gráfico II.4). Por su parte, el índice de precios subyacente del PCE¹, que tendría mayor relevancia para la Reserva Federal, se elevó 2,0% i.a. en agosto. Entre los principales factores de riesgo inflacionario se destaca la evolución del precio internacional del petróleo y una probable aceleración de los costos laborales. Además, continúa la tendencia alcista del precio de los activos en EE.UU. (particularmente de las viviendas) en los últimos

¹ Price Index for Personal Consumption Expenditure.

Gráfico II.6

EE.UU.: Cuenta Corriente y Resultado Fiscal

(prom. mov. 4 trim.)



meses y diversos análisis destacan que podría existir una “burbuja” en el mercado inmobiliario.

En un marco de mayor inflación, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal volvió a elevar en septiembre 0,25 puntos porcentuales (p.p.) la tasa de los *Fed Funds*, llevándola a 3,75% anual. Teniendo en cuenta que la Reserva Federal alertó recientemente sobre la aceleración de la inflación, se espera que el FOMC continúe elevando la tasa de interés de referencia en las últimas reuniones del año. En tanto, en el tercer trimestre la curva de rendimientos siguió aplanándose dado que la tasa de interés del bono del Tesoro a 10 años subió sólo 0,3 p.p. y los rendimientos de los bonos de corto plazo acompañaron el proceso alcista de la tasa de interés de referencia. Por otro lado, el cambio de autoridades que se realizará en la Reserva Federal a principio de 2006 no estaría impactando en los mercados (ver Gráfico II.5).

Por su parte, los déficit gemelos de EE.UU. mostraron una evolución dispar en los últimos trimestres, ya que mientras el déficit fiscal del sector público se redujo, el de cuenta corriente continuó aumentando y alcanzó 6,4% del PIB en el primer semestre de 2005 (ver Gráfico II.6). El incremento de la brecha externa en EE.UU. generó una mayor preocupación en los mercados frente a una posible corrección abrupta de los “desbalances globales”, que tendría consecuencias fuertemente negativas para la economía mundial. Finalmente, la cotización real del dólar se mantuvo prácticamente estable en el tercer trimestre, en un marco de creciente diferencial de rendimientos entre Estados Unidos y el resto de las economías desarrolladas (ver Gráfico II.7).

II.3 Zona Euro y Asia

La economía de la zona Euro continúa exhibiendo bajas tasas de crecimiento económico y no se espera una mejora de esta situación en los próximos meses (ver Gráfico II.8). El PIB del bloque se expandió 0,3% s.e. trimestral, impulsado esencialmente por la Inversión, dado que el Consumo Privado contribuyó negativamente y que la incidencia del sector externo fue casi nula, ya que el crecimiento de las exportaciones fue contrarrestado por un incremento significativo de las importaciones. Sobre la base de los indicadores adelantados y las encuestas de expectativas, la economía europea volvería a registrar un crecimiento moderado en el tercer trimestre. Según el consenso de mercado relevado por *LatinFocus Consensus Forecast* (LFCF), el PIB se expandiría 1,3% este año, mostrando una desaceleración frente al año anterior (en 2006 la economía crecería 1,8%). Por su parte, el mercado laboral continúa mostrando señales de estancamiento dado que la tasa de desempleo de la zona Euro se mantuvo en torno a 8,6% en el segundo trimestre, apenas 0,2 p.p. por debajo a la registrada en el primer trimestre. Según el Banco Central Europeo (BCE), los déficit fiscales de la zona del euro en su conjunto y de varios de los países miembros se situarán en un nivel cercano o superior a 3% del PIB también en el 2006, muy por encima de los objetivos establecidos en los programas de estabilidad.

Habiéndose reiterado en el segundo trimestre un contexto de presiones inflacionarias subyacentes contenidas, la evolución del precio internacional del petróleo continúa siendo el principal determinante de la inflación minorista en la zona Euro (ver Gráfico

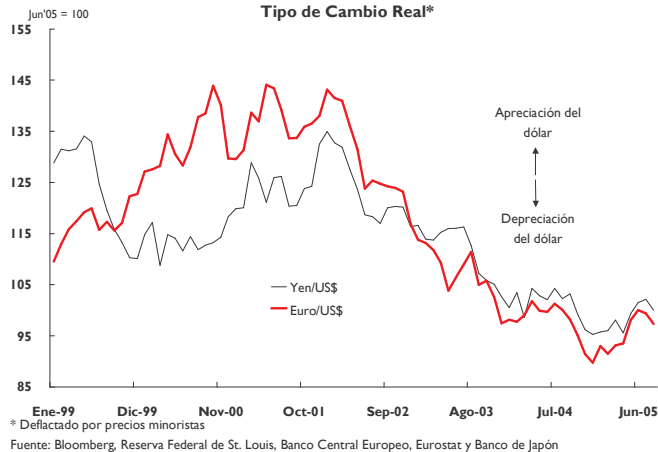
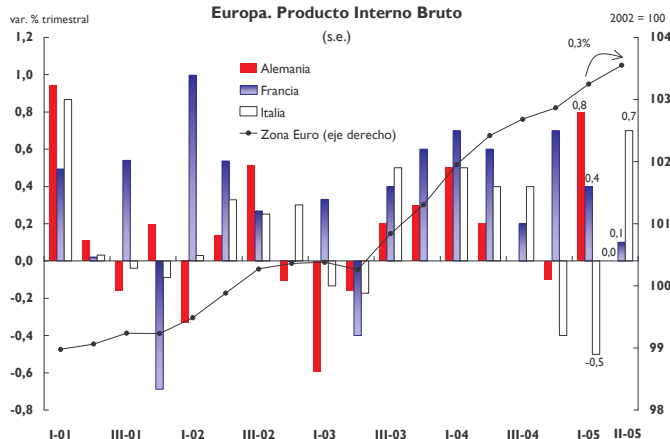
Gráfico II.7
Tipo de Cambio Real*

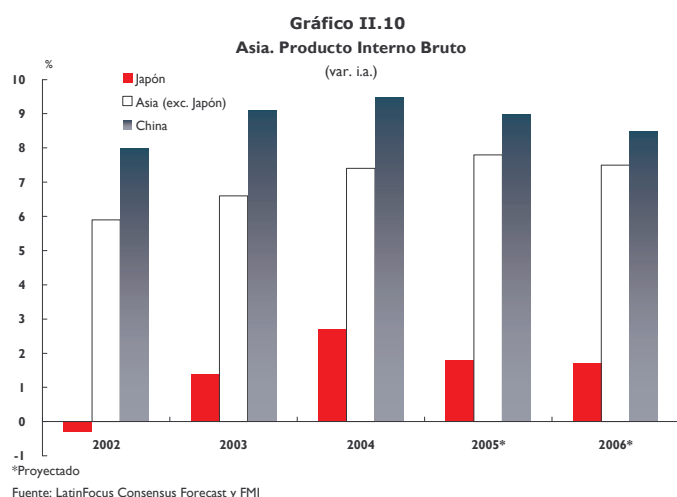
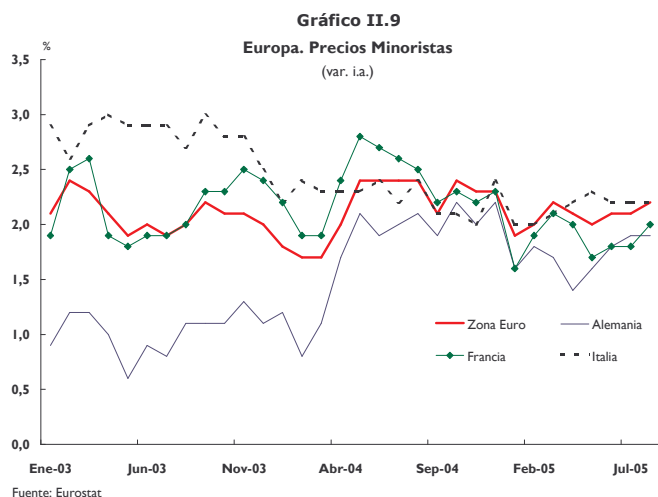
Gráfico II.8

Europa. Producto Interno Bruto
(s.e.)

II.9). La inflación interanual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) se ha elevado desde mayo último hasta alcanzar en agosto 2,1% y habría subido hasta 2,5% i.a. en septiembre, según el avance de *Eurostat*, superando de tal forma la meta inflacionaria del BCE². Sin embargo, el aumento de los precios de la energía se ha visto compensado en parte por la evolución moderada de la mayor parte de los demás componentes del IAPC general y la inflación subyacente se ha mantenido contenida (en torno a 1,5% i.a.). A pesar de ello, es probable que la tasa de variación interanual del IAPC se mantenga por encima del 2% en los próximos meses y los principales factores de riesgo inflacionario siguen consistiendo en un mayor aumento del precio del petróleo y de los precios administrados. Así, y en un marco de moderada expansión económica, el Consejo de Gobierno del BCE seguiría sin modificar su tasa de interés de referencia (*Main Refinancing Operations* -MRO-) en los próximos meses, aunque en estas últimas semanas aumentó la probabilidad de un incremento en la MRO considerando que el mercado espera que la inflación se mantenga por encima de 2% hasta fin de año. Para 2006, el mercado espera una inflación en torno a 1,6%.

En China, la economía mantuvo un fuerte ritmo de expansión y el PIB creció 9,5% i.a. en el segundo trimestre de 2005. A pesar de las medidas instrumentadas por el Gobierno para desacelerar la economía, el riesgo de un “sobrecalentamiento” no ha desaparecido dado que, entre otros aspectos, aún existen problemas en el abastecimiento de electricidad y petróleo. Aunque la inflación al consumidor disminuyó de 5,3% i.a. en agosto de 2004 a 1,3% i.a. en agosto de este año, no se descarta un nuevo repunte inflacionario debido principalmente a crecientes presiones de costos para la industria. Sin embargo, el mercado espera que la autoridad monetaria mantenga constante la tasa de interés de referencia, que actualmente se encuentra en 5,6%, incluso durante el transcurso de la primera mitad del año próximo. Por otro lado, en un marco de crecientes presiones internacionales, las autoridades chinas decidieron a fin de julio eliminar el régimen de tipo de cambio fijo y adoptar un sistema de flotación controlada con respecto a una canasta de divisas³. Luego de la revaluación inicial de 2% decidida por el Gobierno, el tipo de cambio se mantuvo prácticamente estable durante el trimestre y el mercado redujo en las últimas semanas la expectativa de apreciación para los próximos meses. El crecimiento del resto de Asia (excluyendo Japón) volvería a acelerarse y la región finalizaría este año con una expansión de 7,8%. Se espera que en 2006 se mantenga el fuerte dinamismo del nivel de actividad (ver Gráfico II.10).

Por su parte, la economía japonesa se expandió fuertemente en la primera mitad del año, aunque mostró cierta desaceleración en el segundo trimestre cuando el PIB aumentó 0,8% s.e. (0,6 p.p. menos que en el primer trimestre). El gasto interno y las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento y la desaceleración respondió fundamentalmente al menor incremento del Consumo Privado y la desacumulación de inventarios. A pesar de la importante expansión del primer semestre, teniendo en cuenta el arrastre estadístico negativo que dejó el año pasado, el mercado



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

³ Las autoridades chinas anunciaron el 21 de julio una revaluación inicial del yuan de 2% en relación con el dólar estadounidense e indicaron que se permitirá una fluctuación diaria frente a esa moneda de $\pm 0,3\%$ alrededor de la paridad central publicada por el banco central al cierre del día previo. A su vez, se dio a conocer el establecimiento de una banda de flotación de 1,5% (luego extendida a 3%) del yuan respecto a una canasta de monedas compuesta por el dólar estadounidense, el euro, el won de Corea del Sur, el dólar de Singapur, la libra esterlina de Inglaterra, el ringgit de Malasia, el rublo ruso, el dólar australiano y el dólar canadiense.

espera que la economía japonesa crezca aproximadamente 1,8% este año y para 2006 se prevé una expansión similar. Con todo, el buen desempeño de la economía en el primer semestre fue acompañado por una recuperación del mercado laboral, aunque el crecimiento del empleo se habría estancado en el tercer trimestre. Finalmente, Japón continúa atravesando un período deflacionario en 2005 y el año próximo los precios al consumidor podrían exhibir una leve suba, según las estimaciones del mercado.

II.4 Brasil

Luego del débil desempeño exhibido durante los primeros tres meses del año, en el segundo trimestre la economía brasileña mostró un crecimiento algo superior a lo esperado e impulsó una revisión de las proyecciones del mercado para 2005 (ver Gráfico II.11). En el lapso abril-junio el PIB se expandió 1,4% s.e. con respecto al primer trimestre. Se destacó el crecimiento de 4,5% s.e. en la Inversión, luego del descenso del primer trimestre, mientras que el Consumo y las Exportaciones Netas también contribuyeron positivamente a la evolución del PIB. Teniendo en cuenta la evolución de los indicadores adelantados, particularmente del nivel de actividad industrial, se espera que la economía muestre cierta desaceleración durante el tercer trimestre. Sin embargo, dado que el resultado del PIB en el período abril-junio dejó un arrastre estadístico de 2,8% para 2005, el mercado elevó la proyección de crecimiento económico para 2005 de 3% a 3,3% en los últimos tres meses. Además, según se informa en la encuesta Focus del Banco Central de Brasil (BCB), el mercado espera que el PIB se expanda 3,5% en 2006, evidenciando una leve aceleración respecto a este año, que estaría principalmente impulsada por el gasto interno.

Por su parte, la inflación continuó reduciéndose en forma pronunciada durante el tercer trimestre del año (ver Gráfico II.12). El Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA) subió sólo 0,2% promedio mensual en julio y agosto y registró en el octavo mes del año una suba de 6% i.a. tras el máximo de 8,1% i.a. observado en mayo. La desaceleración de la inflación en el tercer trimestre respondió fundamentalmente al descenso en el precio de los alimentos, en un marco de incremento en la oferta de varios productos. No obstante, tal como indica la evolución del índice de precios subyacente, que excluye alimentos y bienes y servicios regulados, el menor incremento de los precios fue generalizado. En particular, el índice de precios subyacente exhibió un aumento mensual promedio de 0,3% en julio y agosto, la mitad de lo evidenciado en el primer semestre. En este escenario, las expectativas de inflación se redujeron notablemente en los últimos tres meses y el mercado espera actualmente que la inflación a fin de año ascienda a 5,2%, mostrando un descenso de 0,9 p.p. en relación con lo proyectado a fin de junio. Así, la inflación en 2005 y 2006 se ubicaría en línea con las pautas previstas.

Teniendo en cuenta la desaceleración del aumento de precios, el Comité de Política Monetaria (Copom) decidió en septiembre comenzar a reducir la tasa Selic, bajándola 0,25 p.p. hasta 19,5% anual, y el mercado prevé que seguirá reduciéndola en las próximas reuniones (ver Gráfico II.13).

Por otro lado, las exportaciones continúan incrementándose vigorosamente, impulsadas principalmente por un crecimiento de las cantidades vendidas, aunque también fue importante el aumento

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

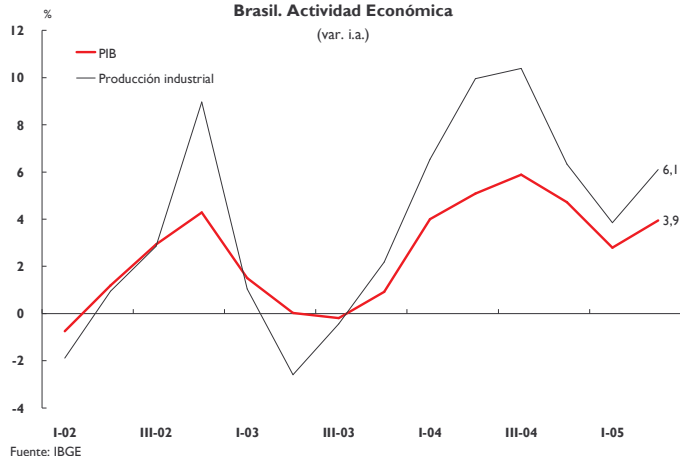


Gráfico II.12
Brasil. Precios Minoristas
(var. i.a.)

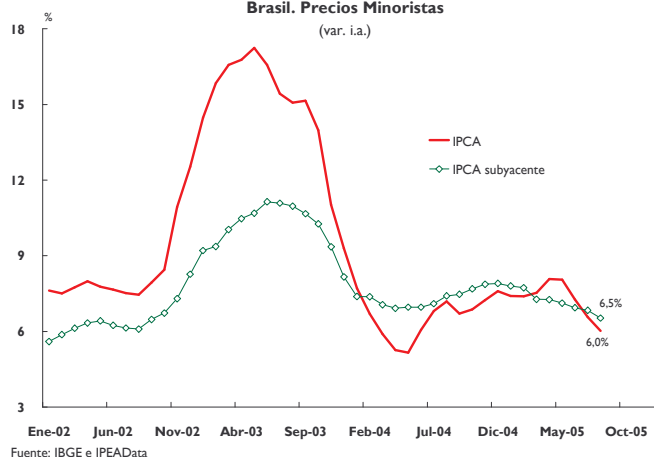
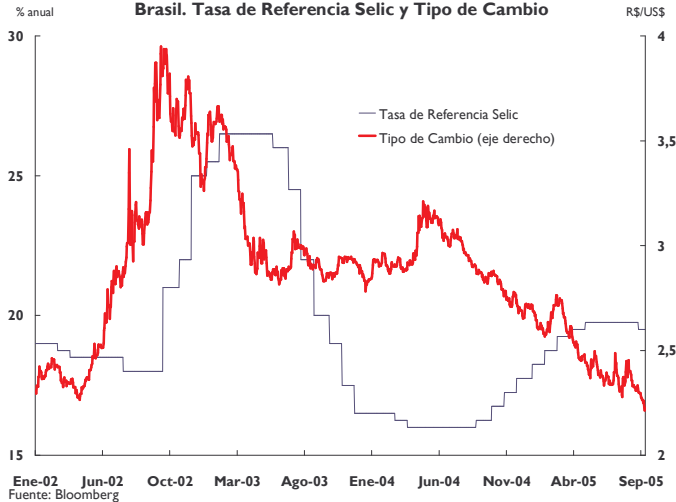


Gráfico II.13

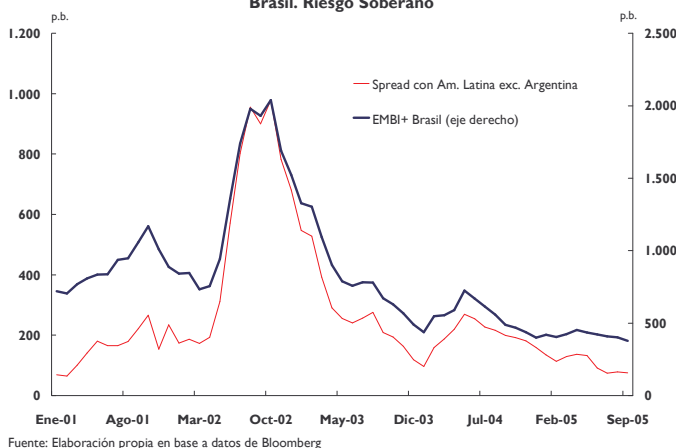
Brasil. Tasa de Referencia Selic y Tipo de Cambio



de los precios en los primeros nueve meses del año. En el acumulado del año las exportaciones registraron un incremento de 23% i.a. y se espera que totalicen aproximadamente US\$115.000 millones en 2005. En este contexto y a pesar de que las importaciones también aumentaron considerablemente entre enero y septiembre, el superávit de la balanza comercial continuó en ascenso y sumaría US\$41.000 millones en 2005, según la proyección del mercado. Dado el creciente saldo comercial, la cuenta corriente continuaría exhibiendo superávit tanto este año (1,3% del PIB) como en 2006.

Las finanzas públicas brasileñas continuaron consolidándose en el tercer trimestre. En efecto, impulsado por el buen desempeño de la recaudación, el sector público no financiero acumuló en los primeros ocho meses de 2005 un superávit de 6,3% del PIB. Así, se prevé que el Gobierno no tendrá problemas para cumplir una vez más con su propia meta de superávit primario (4,25% del PIB), e inclusive podría registrar un saldo positivo aún mayor.

En este contexto, y a pesar de la evolución de la situación política brasileña, los indicadores financieros continuaron mejorando durante el tercer trimestre y el *spread* de riesgo soberano se redujo hasta los 350 puntos básicos (p.b.), alcanzando el mínimo nivel de los últimos años (ver Gráfico II.14). Por su parte, las Reservas Internacionales Netas⁴ del BCB se mantuvieron prácticamente estables durante el tercer trimestre, dado que la mayor parte de la reducción de las Reservas Internacionales Brutas respondió a los pagos realizados al Fondo Monetario Internacional (FMI) durante julio. En este escenario el Gobierno continuó cumpliendo su Programa Financiero 2005, canjeó además parte de los bonos *C-Bond* por otros con mayores plazos y anunció que ejercería la opción de canjear los bonos restantes en octubre. En tanto, luego de mantenerse estable durante la mayor parte del trimestre, el real exhibió una fuerte apreciación en septiembre y el tipo de cambio cerró el mes en 2,20 R\$/US\$.

Gráfico II.14
Brasil. Riesgo Soberano

Según informó el Copom en las minutas de su reunión de septiembre, en el tercer trimestre se incrementó el riesgo de que la suba del precio internacional del petróleo provoque una aceleración de los precios locales. En este sentido, el Comité decidió incorporar en su estimación un aumento de 7,5% en el precio de la gasolina en 2005. De esta forma, el precio internacional del petróleo sigue siendo el principal factor de incertidumbre para la economía brasileña tanto por su efecto directo como indirecto. Además, una aceleración (o prolongación) del ciclo alcista de la tasa de los *Fed Funds* en Estados Unidos incrementaría la incertidumbre sobre el financiamiento en 2006.

II.5 Precios de las Materias Primas

En línea con lo esperado, durante julio y agosto se mantuvo la tendencia alcista en los precios de las materias primas observada hacia fin del segundo trimestre, particularmente en el caso del petróleo (ver Gráfico II.15). Ya en septiembre, la tendencia se revirtió parcialmente como consecuencia del descenso en los precios de los *commodities* agrícolas. No obstante, considerando el arrastre que dejó el elevado nivel alcanzado en julio, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) habría reflejado en el tercer

⁴ Excluye pasivos con el FMI.

trimestre un incremento de 3% en relación con el lapso abril-junio y habría acumulado en los primeros nueve meses del año un alza cercana a 10%. Teniendo en cuenta el relativamente favorable entorno internacional y que no se espera una caída en la demanda de China, principal importador de muchas materias primas, los precios de los *commodities* podrían mantenerse en niveles elevados hasta fin de año e incluso en 2006.

Pasada la incertidumbre que surgió a principios del tercer trimestre sobre el nivel de lluvias en la zona agrícola de Estados Unidos, los precios del sector en general tendieron a estabilizarse en niveles altos, con excepción del maíz que en los últimos dos meses mostró una importante caída en su cotización dada la significativa cosecha registrada en los Estados Unidos. A nivel mundial, según las últimas estimaciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA), la campaña sojera 2005/06 exhibiría un incremento en torno a 3,5% en relación con la campaña anterior.

En septiembre, los precios del complejo sojero cayeron en promedio casi 3%, dado que el mercado esperaba que el USDA realizara una significativa corrección al alza de sus estimaciones de producción sojera en Estados Unidos. No obstante, dado que el aumento en la proyección del USDA fue inferior a lo inicialmente previsto por el mercado, los precios del complejo sojero podrían exhibir una suba hacia fin de año y en los primeros meses de 2006, en la medida que la cosecha del hemisferio austral no alcance las expectativas.

En tanto, la cotización internacional del trigo se elevó considerablemente durante las últimas semanas porque se redujo notablemente el área sembrada en la mayoría de los países exportadores del cereal, algunos afectados por la falta de humedad. En este escenario, el USDA estima que el resultado de la próxima campaña triguera será bastante inferior por las caídas esperadas en la producción de América del Sur y Europa del Este. Además, el organismo estadounidense proyecta que la demanda china se incrementará aproximadamente 3%, acentuando las presiones al alza en la cotización internacional del trigo.

Las cotizaciones de las materias primas industriales, que en el primer trimestre habían alcanzado los precios máximos de los últimos años, se mantuvieron relativamente estables durante los meses recientes. En adelante, las cotizaciones tenderían a descender como consecuencia del aumento de la oferta, particularmente por la expansión de la capacidad instalada en China.

Por otro lado, la confirmación de la existencia de focos de aftosa en Brasil, principal exportador mundial de carne bovina, podría causar el cierre de varios de sus mercados y generar presiones al alza en el precio internacional del producto.

Por último, la cotización del petróleo crudo sigue mostrando una considerable volatilidad a raíz de la incertidumbre con respecto a la oferta. En este sentido, el valor promedio del barril *West Texas Intermediate* (WTI) en el tercer trimestre se ubicó en US\$63, alcanzando los US\$70 a fin de agosto, en parte por el efecto de los huracanes en el Golfo de México (ver Gráfico II.16). La expectativa de un demanda mundial creciente, sumada a las mayores necesidades de importación de China y Estados Unidos y a la incertidumbre geopolítica que afecta a Medio Oriente, mantienen

Gráfico II.15

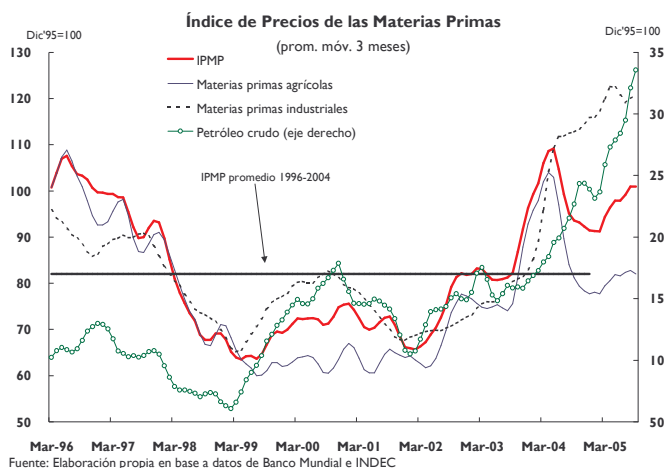
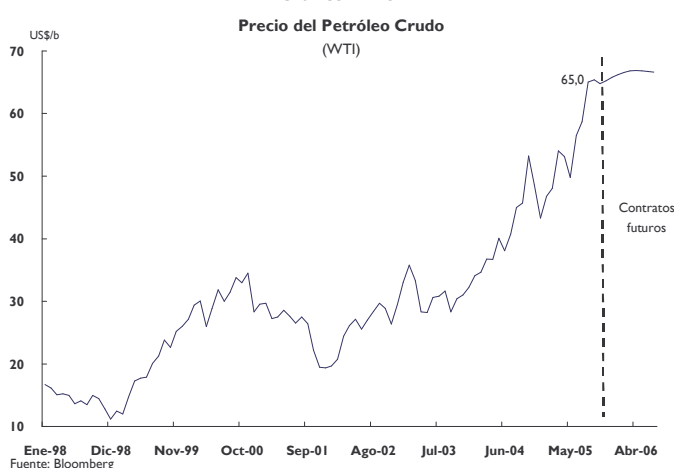


Gráfico II.16



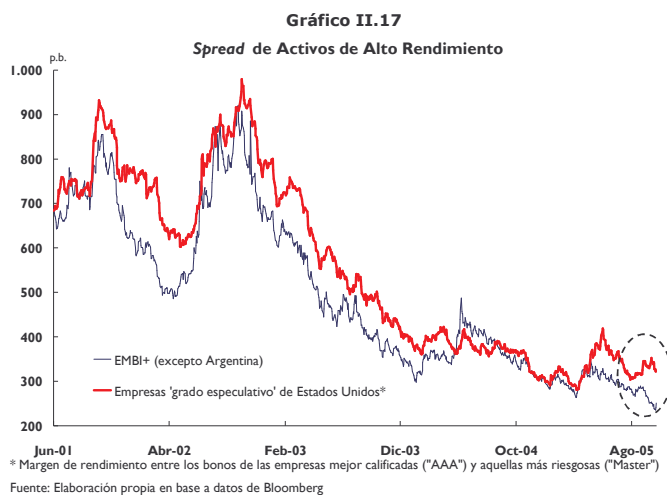
los riesgos al alza de precios para los próximos meses. No obstante, el desarrollo de inversiones en el sector de refinería podría generar alguna presión a la baja de la cotización.

II.6 Flujo de Capitales

Las condiciones financieras internacionales continúan siendo favorables para las economías emergentes, aunque en las últimas semanas se habrían deteriorado levemente considerando la probable aceleración (o prolongación) en el proceso alcista de las tasas de interés en los países desarrollados. No obstante, las tasas internacionales se mantienen en niveles bajos y el rendimiento del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años finalizó septiembre en 4,3%, subiendo 0,3 p.p. en el trimestre.

Recientemente se incrementó el temor de los mercados a una posible aceleración (o prolongación) del ciclo alcista de la tasa de interés de referencia en Estados Unidos, que se había reducido en el segundo trimestre. Diversos análisis sostienen que la tasa de los *Fed Funds* alcanzaría 4,25% a fin de 2005 impulsada por el creciente temor a una mayor suba de precios, a pesar de que la inflación subyacente se mantuvo contenida. En tanto, el resto de las economías desarrolladas no alterarían sus políticas monetarias en lo que resta del año. Este escenario continuaría sosteniendo el flujo de capitales hacia las economías emergentes, que aumentaría más de 8% en 2005, alcanzando un máximo histórico. El crecimiento fue impulsado por el incremento de la Inversión Extranjera Directa (IED) y por la elevada emisión de bonos soberanos y deuda privada para adelantarse al impacto de la suba de tasas de interés internacionales. Aunque se espera una desaceleración en los próximos trimestres, se prevé un nivel todavía elevado de flujo de capitales en 2006, notándose un incremento adicional en los ingresos a América Latina, y una importante caída de los flujos a Europa emergente, particularmente del crédito privado. Igual que en los últimos años, China continuaría recibiendo la mayor porción de IED.

Con todo, en los últimos meses se habría notado un leve empeoramiento de los factores de riesgo asociados a la evolución del contexto internacional. En particular, se acentuó el riesgo relacionado con la inflación de activos en EE.UU., que afectaría directamente a la economía global, y adicionalmente el precio del petróleo continuó subiendo. Además, la tasa de los *Fed Funds* continuaría en ascenso ante la aceleración de la inflación en Estados Unidos. Sin embargo, en términos generales, Argentina se encuentra actualmente mejor preparada para enfrentar un deterioro del contexto internacional.



III. ACTIVIDAD ECONÓMICA

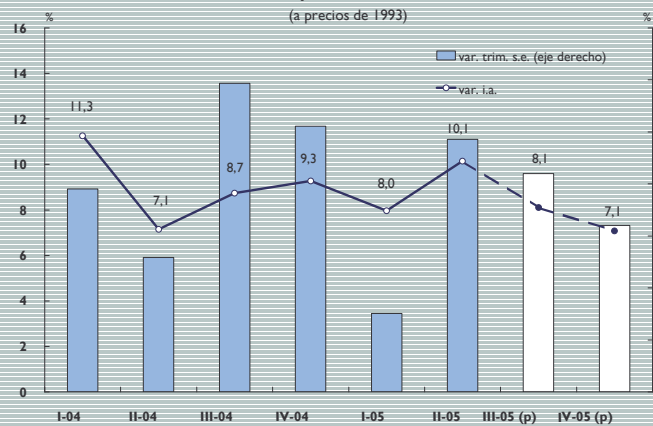
III.1 Síntesis

Lejos de moderar su crecimiento, la economía continuó expandiéndose a paso acelerado en el segundo trimestre con tasas similares a las registradas en promedio durante 2004, situación que volvería a repetirse en el tercero. De hecho, el primer semestre acumula un aumento interanual (i.a.) del PIB de 9,1%, dejando un arrastre estadístico de 6,4% para el año en curso. El mayor crecimiento, en conjunto con el buen desempeño que muestran los indicadores adelantados de actividad, justifican elevar la proyección del PIB para 2005, que volvería a incrementarse por tercer año consecutivo por encima de 8%. Esta proyección es consistente, incluso, con una paulatina desaceleración del crecimiento en los próximos meses.

Si se confirma este escenario, el arrastre estadístico para el año próximo superaría 2%, proyectándose un aumento del PIB real en torno a 5% en 2006. La trayectoria implícita supone una normalización en el ritmo de crecimiento de la economía en la medida en que continuaría reduciéndose la capacidad instalada disponible, a pesar del incremento previsto para la Inversión.

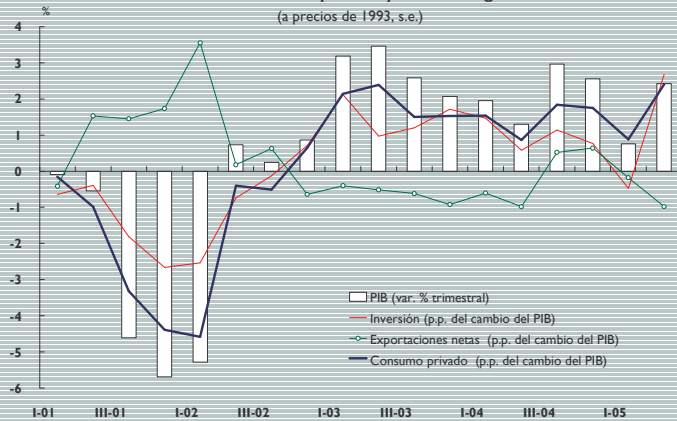
Desde el punto de vista de la oferta, el aumento en el segundo trimestre fue favorecido por el impacto de la cosecha récord de soja, en un escenario donde el crecimiento de los demás sectores se mantuvo. Por el lado del gasto, el mayor impulso estuvo originado exclusivamente en la absorción doméstica (principalmente Inversión y Consumo Privado), que fue abastecida con un mayor incremento en las importaciones y una significativa reducción de stocks, reflejando en parte que el actual ritmo de crecimiento sería difícil de sostener en el mediano plazo sin un aumento significativo de la Inversión.

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



Fuente: INDEC y BCRA

Gráfico III.2
PIB. Contribución por componente del gasto
(a precios de 1993, s.e.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

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

Series desestacionalizadas	III-04 / II-04	IV-04 / III-04	I-05 / IV-04	II-05 / I-05	III-05 / II-05
PIB	3,0	2,6	0,8	2,4	
EMAE (Proxy mensual del PIB) (*)	3,1	2,8	1,2	2,2	0,8
Indicadores de Oferta					
Industria (EMI) (**)	2,6	2,0	2,2	1,3	1,1
Construcción (ISAC) (**)	-0,3	4,1	0,7	6,9	3,7
Servicios Públicos (**)	5,7	8,6	4,2	3,5	0,8
Indicadores de Demanda					
Consumo					
Importaciones de Bienes de Consumo (**)	1,6	6,9	8,3	7,8	2,0
Ventas Supermercados (cantidades) (**)	0,4	2,8	1,8	0,8	0,6
Ventas Centros de Compras (cantidades) (**)	-0,3	5,1	3,4	2,5	4,5
Ventas de Autos	5,3	-0,5	14,7	9,1	3,8
IVA DGI a precios constantes	2,3	-0,5	2,4	2,9	1,7
Inversión					
Importaciones de Bienes de Capital (**)	18,2	7,5	1,9	27,0	-7,5
Construcción (ISAC) (**)	-0,3	4,1	0,7	6,9	3,7
Exportaciones Netas					
Exportaciones (**)	4,2	6,0	0,8	2,1	8,0
Importaciones (**)	5,4	6,7	11,3	7,9	-3,2

(*) La variación del tercer trimestre de 2005 se calcula manteniendo constante el nivel de julio

(**) La variación del tercer trimestre de 2005 se calcula manteniendo constante el nivel promedio de julio y agosto

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

III.2 Componentes del Gasto

En el segundo y tercer trimestre del año volvió a acelerarse el ritmo de crecimiento del PIB, registrando tasas similares a las evidenciadas en promedio durante 2004 (ver Cuadro III.1).

El segundo trimestre mostró una expansión desestacionalizada (s.e.) de 2,4% trimestral (10,1% interanual -i.a.-), dejando un arrastre estadístico de 6,4% para el año en curso. El impulso estuvo originado exclusivamente en la absorción doméstica, principalmente de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) y el Consumo Privado. Ambos aumentos fueron en parte abastecidos con un mayor incremento en las importaciones (de hecho las Exportaciones Netas -XN- volvieron a aportar en forma negativa al crecimiento de la economía) y una significativa reducción de *stocks* (ver Gráfico III.2).

El mayor crecimiento del segundo trimestre, en conjunto con el buen desempeño que muestran los indicadores adelantados de actividad elevan la proyección de aumento del PIB para el año en curso a niveles que incluso podrían ubicarse por encima de 8%. Esta proyección se haría efectiva aún considerando en la segunda mitad de 2005 un menor ritmo de crecimiento que el registrado en el segundo trimestre.

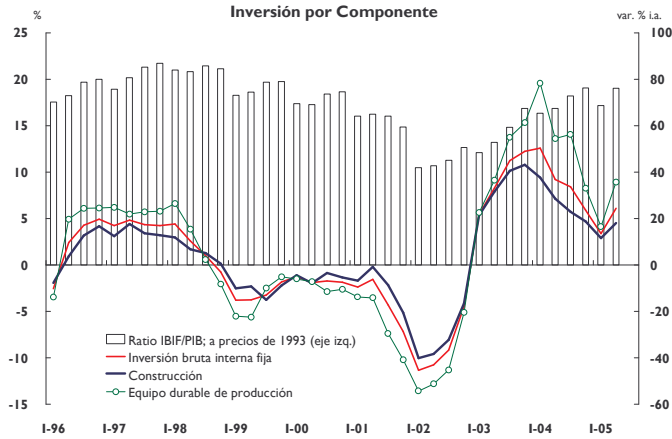
De confirmarse dicha estimación, el arrastre estadístico para el año próximo sería superior a 2% y daría lugar a un crecimiento del PIB en torno a 5% en 2006. Este escenario supone una normalización en el ritmo de crecimiento de la economía en la medida que se reduce la capacidad instalada disponible, a pesar de la mayor Inversión proyectada. De esta manera, la Inversión continuaría siendo el principal motor del crecimiento, mientras que el Consumo Privado reduciría su incremento y las XN volverían a contribuir en forma negativa.

Inversión

Luego de la caída desestacionalizada que registró en los primeros tres meses del año, en el segundo trimestre la IBIF volvió a mostrar una tasa de crecimiento significativa, de 24,4% i.a., compatible con un aumento trimestral de 15,2% s.e. (ver Gráfico III.3). Al igual que en los últimos dos años, el principal aporte estuvo dado por la incorporación de equipo durable al proceso productivo, que registró una suba de 35,7% i.a.. Sin embargo, la Construcción sigue siendo un componente muy dinámico a partir de un aumento en el trimestre de 18% i.a.. De hecho, a pesar del mayor crecimiento que muestra la inversión en capital reproductivo, la participación de la Construcción dentro de la IBIF sigue siendo mayor (61%). Con esta suba, la Tasa de Inversión (IBIF/PIB) medida a precios constantes volvió a ubicarse en los registros del cuarto trimestre de 2004 (19%) y apenas 2,5 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del máximo alcanzado en 1998. El *stock* de capital volvió a crecer ya que el nivel de inversiones superó a la depreciación. De todas maneras, como el ritmo de crecimiento de la economía sigue siendo superior, la relación *stock* de capital-Producto continuó descendiendo (ver Gráfico III.4).

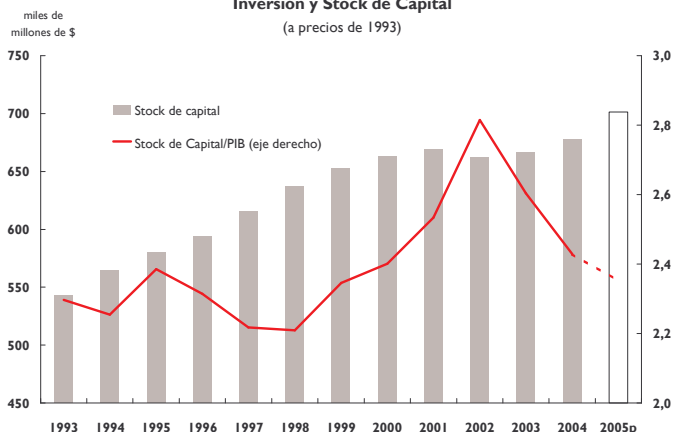
El ahorro interno continúa siendo la fuente genuina de financiamiento de la Inversión, aunque sigue evidenciándose un proceso de reducción, que es la contrapartida del menor desahorro

Gráfico III.3
Inversión por Componente



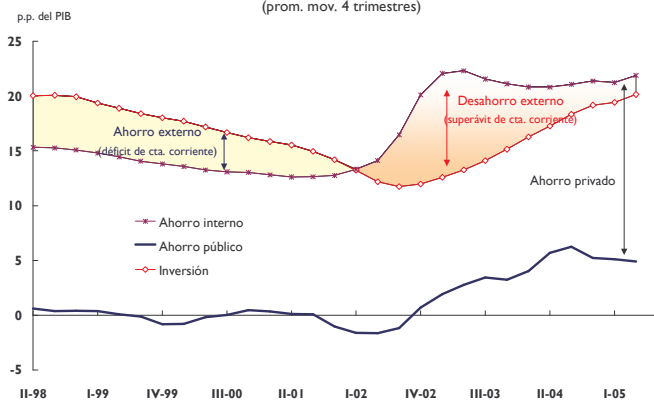
Fuente: INDEC

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



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.5
Composición del Ahorro
(prom. mov. 4 trimestres)



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

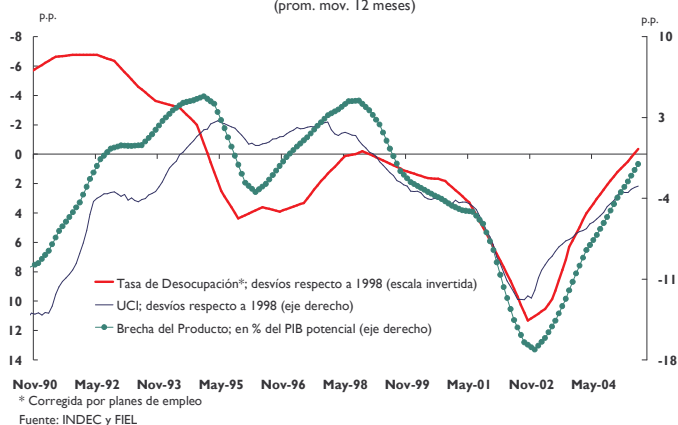
del resto del mundo (menor superávit en Cuenta Corriente; ver Sección V). El descenso del ahorro interno se explica por la caída del ahorro privado, a partir de que el Consumo vuelve a aumentar por encima del crecimiento general de la economía y de una disminución del superávit consolidado del Sector Público (ver Gráfico III.5).

Asimismo, continúa a paso moderado el proceso de cambio en las fuentes del financiamiento desde el capital propio (principal instrumento en el inicio de la recuperación) hacia otras más sofisticadas. El crédito sigue expandiéndose y, simultáneamente, se extienden sus plazos. Sin embargo, todavía sigue manteniendo niveles reducidos en porcentaje del PIB, tanto en la comparación con otras economías como con períodos anteriores. Además, la Inversión Extranjera Directa (IED) sigue creciendo, pero al mismo ritmo que un año atrás. En particular, en el segundo trimestre se observó un incremento en el endeudamiento con las casas matrices, un mayor aporte de capitales y operaciones de cambio de manos. La contrapartida fue una menor reinversión de utilidades (ver Sección V).

El importante aumento de la absorción doméstica, que mostró un crecimiento mayor al de la economía en el segundo trimestre, no sólo se financió con un incremento de las importaciones (que fue mayor a la expansión de las exportaciones), sino también con producción de períodos anteriores. En efecto, la discrepancia estadística de las Cuentas Nacionales, en donde se incluye la evolución de los *stocks*, financió 1,8 p.p. del crecimiento del PIB en el segundo trimestre.

Las estadísticas trimestrales desestacionalizadas de la IBIF se mostraron demasiado erráticas, con una caída que no se reflejaba en otros indicadores durante el primer trimestre, así como un aumento muy elevado en el segundo. Si bien la tendencia de la Inversión sigue siendo muy positiva y lo confirman todos los indicadores adelantados, pueden verse hacia fin de año tasas de crecimiento trimestral más moderadas e incluso es factible que se corrijan levemente hacia abajo las estadísticas del segundo trimestre.

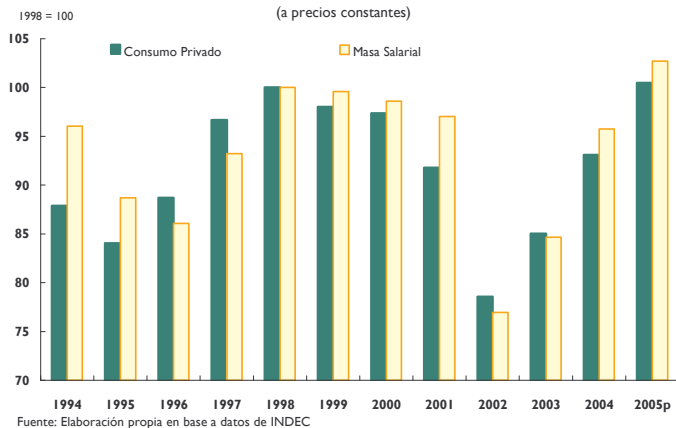
Gráfico III.6
Brecha del Producto
(prom. mov. 12 meses)



La construcción continuó creciendo a lo largo del tercer trimestre impulsada en gran medida por la obra pública, aunque también por las construcciones residenciales, comerciales y de oficinas. Continúa el buen ritmo de ejecución del monto presupuestado para obra pública durante el corriente año por el Sector Público Nacional, que duplica al del año pasado, y se proyecta que se mantenga esta dinámica para lo que resta de 2005. Por su parte, el Proyecto de Presupuesto Nacional 2006 también contempla un incremento de magnitud en los gastos de capital. En particular, el gasto en obra pública se incrementaría en promedio 39% i.a., destacándose los proyectos destinados a ampliar la oferta energética, que se incrementan 84% i.a. y representan poco menos de un tercio del total (ver Sección VI).

Por otro lado, las importaciones de Bienes de capital y sus partes y piezas, que ya representan 56% de la incorporación de equipo durable de producción al proceso productivo, también mantuvieron durante el tercer trimestre un ritmo de crecimiento similar al del segundo (ver Sección V). La reducida capacidad ociosa que presentan varios sectores de la economía, en un contexto donde el gasto interno continúa firme y mejoran las posibilidades de acceso

Gráfico III.7
Consumo Privado y Masa Salarial Real
(a precios constantes)



al crédito (bajas tasas de interés y mejora de la calidad crediticia de las empresas y del país) se presenta como un escenario propicio que favorece la Inversión. A esto se suman los mecanismos de estímulo a la Inversión, que tienen además un direccionamiento especial hacia las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES; ver Apartado 1). Sin embargo, este contexto favorable para la Inversión estaría en parte afectado por la incertidumbre acerca del sendero de aumentos en los costos (en el marco del proceso de recomposición de precios relativos) y salarios y de los posibles riesgos en el suministro energético en el mediano plazo.

Ante este escenario se eleva la proyección de aumento anual de la IBIF a un valor cercano a 17%, y así la Inversión a fin de año alcanzaría 20% del PIB a precios constantes. Para el próximo año se proyecta alguna desaceleración en su ritmo de crecimiento, pero todavía continuaría ubicándose en torno a 10%, permitiendo un nuevo incremento de la Tasa de Inversión. Nuevamente, aún confirmándose esta trayectoria favorable, la Tasa de Inversión resultante podría ser insuficiente para que la economía mantenga el ritmo de crecimiento de los últimos diez trimestres, siendo esperable una tasa de aumento del PIB a niveles más acordes con la tendencia de largo plazo.

Consumo

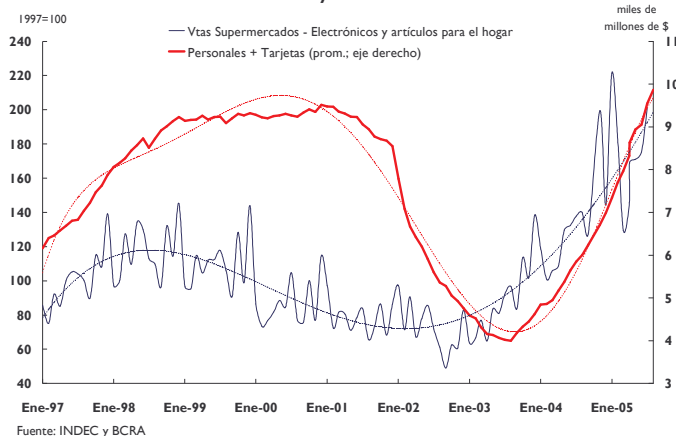
El Consumo aceleró su expansión en el segundo trimestre del año, incluso por encima de lo esperado inicialmente. En particular, el Consumo Privado registró en el período un aumento de 3,6% s.e. trimestral, por encima del crecimiento de la economía, luego de haberse expandido sólo 1,3% s.e. en el trimestre anterior. El Consumo Público, por su parte, siguió en aumento, aunque exhibió un incremento sensiblemente menor (0,8% s.e.) y más acorde con el registrado en el primer trimestre del año.

A la aceleración del Consumo Privado se sumó la corrección al alza de los datos del primer trimestre y de esta forma, en el semestre acumuló un aumento de 9,4% i.a.. La mejora en los ingresos reales de los asalariados, la recuperación del empleo y las reducidas oportunidades de inversión financiera, particularmente para agentes no sofisticados, operaron a favor de un incremento del Consumo, que por tercer año consecutivo crecería por encima del PIB (ver Secciones IV y VII y Gráficos III.7 y III.8).

Para el tercer trimestre, los indicadores adelantados de consumo disponibles, como la recaudación del IVA DGI y los índices de ventas minoristas, muestran que este componente del gasto habría continuado creciendo. Asimismo, el impulso fiscal habría sido positivo a lo largo del tercer trimestre a partir de un mayor gasto (básicamente aumentos en salarios y jubilaciones) y al mismo tiempo por la menor presión fiscal estacional como consecuencia de la menor concentración de vencimientos impositivos (ver Sección VI).

De todos modos, en los próximos meses es posible observar una desaceleración del Consumo en la medida que se reduzca el crecimiento que evidencian los salarios reales y, al igual que en el caso de la Inversión, podrían esperarse correcciones de las estadísticas del segundo trimestre. De todas maneras, por la evolución observada en el segundo y tercer trimestre, se considera que la expansión del Consumo en 2005 estaría por encima del

Gráfico III.8
Préstamos de Consumo y Ventas de Electrodomésticos



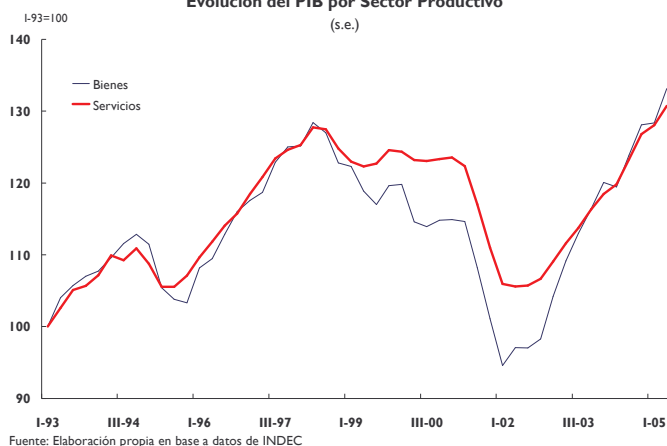
crecimiento promedio de la economía, lo que podría revertirse en 2006.

Exportaciones Netas

En el segundo trimestre del año las XN aportaron en forma negativa al crecimiento de la economía, al tiempo que se corrigieron los datos del primer trimestre y la contribución pasó de ser positiva a negativa. De esta forma se observa un comportamiento opuesto al de la segunda mitad del año pasado, cuando el crecimiento de las exportaciones, que había estado exacerbado por el corrimiento estacional de las ventas de trigo y por el fuerte impulso que comenzaron a registrar las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI), generó que la contribución de las XN se tornara positiva transitoriamente.

Para 2005, el aporte de las XN volvería a ser negativo, pero sensiblemente menor al de los dos años previos. Las importaciones mostrarían una desaceleración con respecto a 2004, alcanzando un crecimiento de 20% en cantidades, a partir de una menor elasticidad importaciones-Producto. Las exportaciones se incrementarían en torno a 14% en cantidades, impulsadas por la cosecha récord y la expansión sostenida de las ventas externas de MOI (ver Sección V). En 2006 esta situación se repetiría fundamentalmente por el menor dinamismo proyectado para las exportaciones, a partir de una cosecha que difícilmente alcance los valores del corriente año y de la disminución de la brecha de Producto, que afectaría la salida exportadora (principalmente de las MOI, con excepción del sector automotriz que todavía cuenta con amplio margen para seguir creciendo). La tendencia a la reducción de la elasticidad importaciones-Producto se produciría a un ritmo menor al esperable, en la medida en que el aumento de la absorción doméstica por sobre la oferta requiera ser abastecido con mayores importaciones.

Gráfico III.9
Evolución del PIB por Sector Productivo
(s.e.)



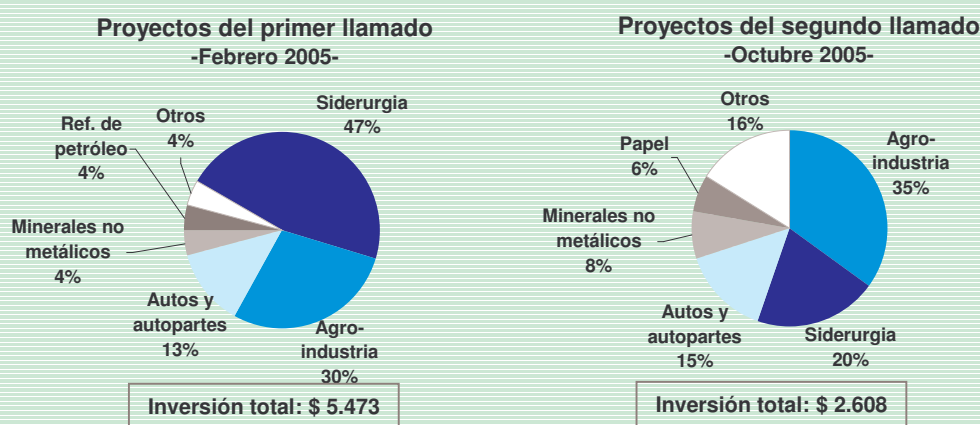
Apartado 1. Los incentivos fiscales a la Inversión Privada

Durante el proceso de recuperación económica la Inversión fue uno de los componentes del gasto agregado más dinámicos y aún continúa siéndolo, según lo demuestran los últimos datos de Cuentas Nacionales. Sin embargo, y en la medida que disminuye la capacidad ociosa en diferentes sectores productivos y la brecha del Producto tiende a reducirse, desde el Gobierno se lanzaron una serie de medidas de estímulo a la Inversión Privada, con el objetivo de fortalecer el proceso de inversiones.

El más importante y ambicioso de los programas implementados en el último año es el dispuesto por la Ley de Promoción de Inversiones en Bienes de Capital y Obras de Infraestructura (Ley N°25.924; LPI), sancionada a fines de 2004. Esta norma estableció un régimen transitorio de amortización acelerada del Impuesto a las Ganancias y la devolución anticipada del Impuesto al Valor Agregado (IVA) para las compras de bienes de capital nuevos destinados a la actividad industrial y a la ejecución de obras de infraestructura. Ambos beneficios son excluyentes, con excepción de los casos en los que la producción resultante de los proyectos de inversión esté destinada exclusivamente a la exportación.

A tal fin, el Ministerio de Economía y Producción estableció un cupo fiscal anual de \$1.200 millones que puede ser utilizado indistintamente para el tratamiento impositivo del IVA o del Impuesto a las Ganancias, garantizándose que un mínimo de \$200 millones anuales del total sea destinado a PyMES⁵. A su vez, a los efectos de la asignación del cupo fiscal, la ley prevé la convocatoria a concursos públicos (como máximo semestrales), a través de los cuales se seleccionan proyectos sobre la base de un criterio de evaluación que contempla aspectos cuantitativos (generación de empleo y exportaciones netas y porcentaje de integración nacional) y cualitativos (basados en el impacto regional y ambiental del proyecto, su interés público, y cuestiones vinculadas al dinamismo y potencial del sector, o en que esté orientado a proveer de insumos críticos a otras actividades productivas).

Cuadro N° 1: Distribución Sectorial de los Proyectos Aprobados en los Dos Primeros Llamados a Concurso de la LPI



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

Hasta ahora se llevaron adelante cuatro llamados a concurso de este régimen, dos de los cuales aún se encuentran en proceso de evaluación. En el primero de los concursos se aprobaron 22 proyectos de grandes empresas y 14 de PyMES, y en conjunto se comprometieron inversiones por aproximadamente \$5.470 millones en un plazo máximo de tres años, exportaciones netas por más de US\$2.600 millones (por año, a partir de la maduración de los proyectos) y la generación de algo más de 3.700 puestos de trabajo. La iniciativa oficial ayudó entonces a destrabar varios proyectos importantes, sobre todo en la industria metálica básica (donde está prevista la ampliación de la capacidad de producción de dos firmas líderes de aluminio y acero), la agroindustria (con la construcción de varias plantas nuevas de procesamiento de soja, maní y papas) y la rama automotriz y de autopartes. En conjunto, estos tres sectores concentran 75% del monto total a invertir por las grandes empresas participantes del primer llamado a concurso, observándose a su vez como, con una participación algo menor, también sobresalen las inversiones en refinación de petróleo, caucho y plástico, productos farmacéuticos y la rama textil.

En el segundo llamado de la LPI se aprobaron 47 proyectos (27 de grandes empresas y 20 de PyMES) que prevén inversiones por más de \$2.600 millones, un crecimiento en las exportaciones netas de alrededor de US\$1.150 millones anuales y la generación de más de 2.000 empleos. Si bien se puede observar que nuevamente predominan los proyectos agroindustriales, siderúrgicos y del bloque automotriz, también existe una importante participación de diversos sectores como

⁵ El cupo fiscal no incluye los tratamientos acordados en el régimen para la realización de obras de infraestructura, los cuales serán establecidos por el Ministerio de Economía y Producción para cada proyecto en particular.

el de celulosa y papel, manufacturas de cuero, refinación de petróleo, caucho y plástico, químico, y maquinaria y equipos, muchos de los cuales presentan un elevado uso de la capacidad instalada.

A la LPI se sumaron a lo largo de 2005 otras medidas que apuntan en el mismo sentido, entre las que se destaca la devolución del saldo técnico de IVA acumulado en los últimos cinco años a aquellas firmas que con esos recursos lleven adelante proyectos de inversión (Decreto N°379/2005). El Gobierno destinará a este fin \$500 millones anuales y la mitad será orientada exclusivamente a PyMES. Adicionalmente, se envió al Congreso un proyecto de ley que permitiría el descuento de las utilidades reinvertidas de la base imponible del Impuesto a las Ganancias, facilidad que sería exclusiva para PyMES.

En la misma línea, pero con un alcance más específico, se estableció un programa de estímulo a la industria automotriz mediante la devolución de la deuda asumida por el Estado en el Plan Canje a aquellas terminales que realicen nuevas inversiones (Resolución N°238/2005 de la Secretaría de Industria, Comercio y PyMES). En particular, la devolución será de \$1 por cada peso de inversión y el monto total será de \$326,5 millones, pagaderos en 5 cuotas trimestrales consecutivas, cuyo primer vencimiento se produjo el 30 de junio último⁶. Paralelamente, se determinó un régimen de incentivos a la competitividad de las autopartistas nacionales (Decreto N°774/2005) que consiste en el reintegro de hasta 8% sobre el valor de las compras de autopartes de origen nacional adquiridas por las empresas automotrices que realicen inversiones destinadas a la fabricación de nuevos modelos en el país.

Cuadro N° 2: Otros Incentivos a la Inversión

Incentivo	Norma	Incentivo (cont.)	Norma
Devolución del saldo técnico de IVA a cambio de inversiones	Dec. n° 379/05	Régimen de "Iniciativa Privada" (Infraestructura)	Dec. n° 966/05
Descuento de reinversión de utilidades de la base imponible del Impuesto a las Ganancias (Pymes)	Proyecto de Ley	Régimen de "Asociación Público-Privada" (Infraestructura)	Dec. n° 967/05
Devolución de la deuda a automotrices por el Plan Canje a cambio de inversiones	Res. n° 238/05	Incentivos a la exploración y explotación de hidrocarburos	Proyecto de Ley
Reintegros por la compra de autopartes para automotrices que fabriquen nuevos modelos en el país	Dec. n° 774/05	Incentivos sectoriales (software, biotecnología, nanotecnología)	Varias
		Asistencia financiera a Pymes (subsidio de tasas de interés)	Varias

Fuente: BCRA en base a Ministerio de Economía y Producción

Complementariamente a las iniciativas que apuntan a la ampliación de la capacidad instalada se definieron dos esquemas de estímulo a las inversiones privadas en infraestructura. El nuevo Régimen de Iniciativa Privada (Decreto N°966/2005) promueve la participación privada en la realización de obras de infraestructura pública, concesiones, servicios públicos y licencias, entre otras. La presentación de los proyectos es espontánea y si el Estado lo considera de interés público, se efectúa una licitación para su ejecución y quien presentó el proyecto cuenta con una preferencia al momento de la adjudicación. Además se estableció un Régimen de Asociación Público-Privada (Decreto N°967/2005) que implica la participación del Estado como socio en un proyecto, ya sea con aportes en efectivo, otorgamiento de beneficios tributarios, derechos sobre determinados bienes públicos (concesiones, permisos, autorizaciones), u otras formas de aporte legalmente autorizadas. La propuesta debe originarse en un órgano de la Administración Pública y ser evaluada por una comisión *ad-hoc* integrada por representantes del Ministerio de Economía y Producción y del Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios, que se encargará de seleccionar el socio privado adecuado mediante un mecanismo de licitación pública.

Asimismo, con el fin de evitar restricciones de oferta en materia energética, se presentó un programa de incentivos a la exploración y explotación de hidrocarburos, que incluye una serie de medidas fiscales destinadas a promover el desarrollo de reservas de petróleo y gas. Estas medidas consisten, básicamente, en una devolución anticipada del IVA y en la amortización acelerada de los bienes de capital nuevos a los efectos del cálculo del impuesto a las Ganancias, además de la exención del pago de Derechos de Importación o Tasa de Estadística por la introducción de bienes de capital o partes que no se fabriquen en el país, y que fueren necesarios para la ejecución de actividades de exploración comprendidas dentro del régimen. El programa tiene la particularidad de exigir que Energía Argentina S.A. (ENARSA) sea socia del permiso de exploración y de la posterior concesión de explotación de cada proyecto.

Por último, es importante señalar que también se lanzaron planes de menor envergadura orientados a fomentar "áreas de frontera", en las cuales Argentina presenta un elevado potencial, pero que hasta el momento no han sido del todo explotadas. Estos programas apuntan a un desarrollo sectorial integral, poniendo un especial énfasis en facilitar la realización de inversiones. Entre otros, sobresalen los incentivos a la industria del *software*, la biotecnología y la nanotecnología. Por otra parte, desde el Ministerio de Economía y Producción se fortalecieron los mecanismos de asistencia financiera a PyMES industriales, destacándose la mayor disponibilidad de fondos en programas de subsidio de las tasas de interés que se cobran a este tipo de empresas.

⁶ El plazo en el que se ejecuta la inversión puede abarcar el período comprendido entre el 1 de enero de 2003 y el 31 de diciembre de 2006, aunque en ningún caso el monto invertido (o a invertir) a partir del 1 de enero de 2005 puede ser inferior al 70% del valor total del proyecto.

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

Bloques	var. s.e.				UCI	
	III-04	IV-04	I-05	II-05	III-05*	II-05
Industrias metálicas básicas	3,8	6,5	-1,1	1,8	-0,8	96,7
Refinación del petróleo	3,5	-1,6	-0,2	-4,1	-3,4	84,2
Productos textiles	3,4	0,5	0,2	5,1	3,7	83,3
Papel y cartón	9,1	1,4	-0,2	2,9	1,6	83,6
Sustancias y productos químicos	3,6	0,4	3,2	-0,1	0,4	77,0
Productos alimenticios y bebidas	1,2	1,2	1,4	-0,1	2,1	72,4
Edición e impresión	4,0	1,6	5,1	1,3	-0,6	74,7
Prod. de caucho y plástico	8,5	-0,3	0,5	3,1	1,4	66,2
Resto de la metalmecánica	-1,1	0,1	2,8	5,8	0,6	63,8
Prod. minerales no metálicos	6,0	3,0	0,9	4,6	5,5	56,3
Productos de tabaco	4,4	-3,5	-2,5	3,0	-1,8	60,5
Vehículos automotores	10,6	11,4	-0,9	7,6	8,4	42,2
EMI	2,6	2,0	2,2	1,3	1,1	71,1
						72,6

* dato a agosto

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

III.3 Comportamiento de la Oferta

Desde el punto de vista de la oferta, el impulso al crecimiento en el segundo trimestre estuvo dado, en proporciones similares, por la producción de bienes y de servicios. De acuerdo a los datos adelantados del tercer trimestre esta tendencia continuaría, aunque con tasas de crecimiento más moderadas en la producción de bienes (ver Gráfico III.9).

La producción de bienes exhibió un aumento de 3,7% trimestral s.e. en el segundo trimestre debido al importante dinamismo que adquirió el sector agrícola a partir de la cosecha récord, al que se adicionaron subas significativas en Construcción e Industria. El resto de los sectores, con la excepción de Pesca cuya producción se vio afectada por una prolongada huelga del sector, también mostraron aumentos en el trimestre, aunque menores.

Por su parte, los servicios crecieron nuevamente aunque su dinámica fue inferior a la de los bienes al expandirse 2,1% trimestral s.e.. Los sectores de mayor crecimiento en el trimestre fueron Intermediación financiera y Transporte y comunicaciones.

Industria

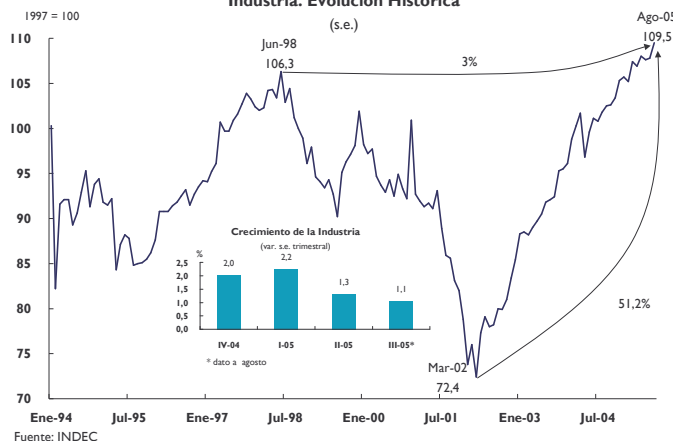
En los últimos meses el ritmo de crecimiento de la industria volvió a acelerarse. Esta evolución es muy clara con los datos mensuales disponibles hasta agosto, aunque todavía no se observa en los datos trimestrales promedio (ver Gráfico III.10).

El aumento a lo largo de julio y agosto estuvo impulsado fundamentalmente por cinco de los bloques del Estimador Mensual Industrial (EMI) que crecieron por encima del promedio: Vehículos automotores, Productos minerales no metálicos, Productos textiles, Refinación de petróleo y Productos alimenticios y bebidas. En tanto sólo registraron caídas los bloques de Productos de tabaco, Edición e impresión e Industrias metálicas básicas (ver Cuadro III.2).

La producción automotriz aumentó 8,4% s.e. a lo largo del tercer trimestre (34,9% i.a.), contribuyendo con casi un tercio del crecimiento de la industria en el período, favorecido tanto por el aumento del consumo interno como por la mayor demanda externa (ver Gráfico III.11). En el mismo sentido, la producción de Minerales no metálicos creció 5,5% s.e. (18% i.a.) impulsada por el fuerte desarrollo de la actividad de la construcción. La Refinación de petróleo se expandió 3,4% s.e. aunque su mayor aumento no se originó en un incremento de su capacidad instalada sino en la puesta en funcionamiento de una planta que se encontraba realizando obras de *revamping* (puesta a nuevo de un equipo). En contraposición, se destaca la caída registrada por el rubro Productos de tabaco, sector que está enfrentando algunos cambios estructurales en la composición de la demanda a partir de las modificaciones impositivas introducidas en los últimos dos años. También se contrajeron los rubros de Industrias metálicas básicas y Edición e impresión, aunque las disminuciones fueron menores y en particular en el último caso sería de carácter transitoria.

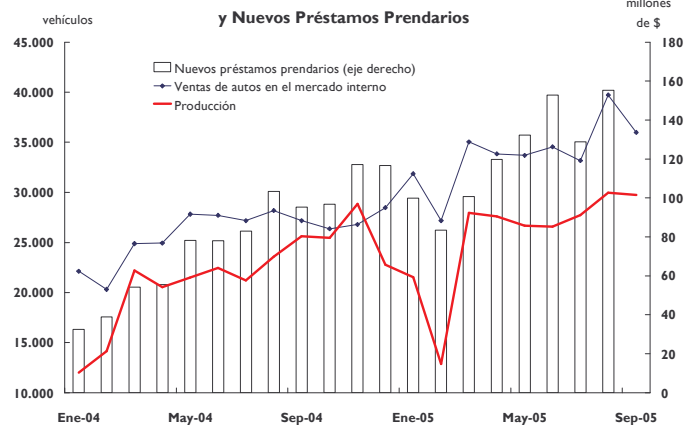
En términos agregados, la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) en la Industria aumentó en el tercer trimestre en línea con la mayor actividad del sector, ubicándose en 72,6%. Sin embargo, el comportamiento no fue homogéneo entre los sectores. En

Gráfico III.10
Industria. Evolución Histórica
(s.e.)



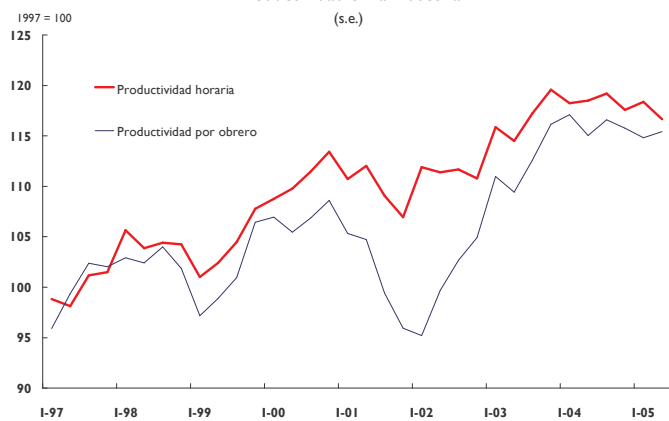
Fuente: INDEC

Gráfico III.11
Ventas de Autos en el Mercado Interno y Nuevos Préstamos Prendarios



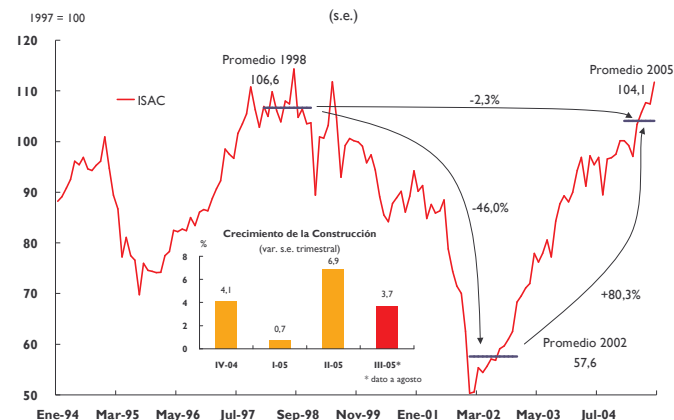
Fuente: ADEFA y BCRA

Gráfico III.12
Productividad en la Industria
(s.e.)



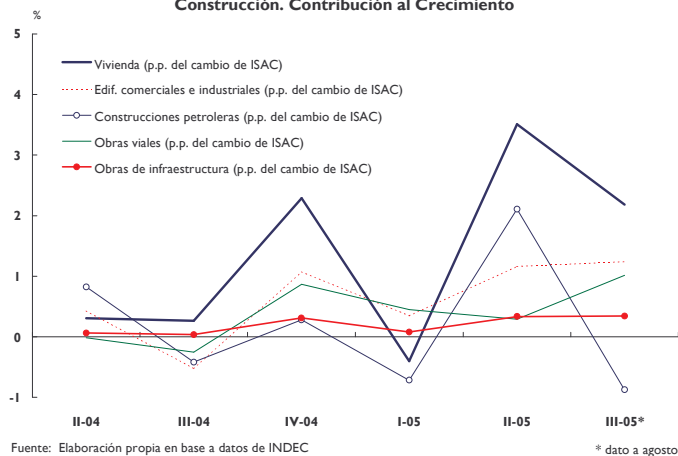
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.13
Construcción. Evolución Histórica
(s.e.)



Fuente: INDEC

Gráfico III.14
Construcción. Contribución al Crecimiento



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

particular, incrementaron la UCI los sectores de Refinación de petróleo, Productos minerales no metálicos, Vehículos automotores y Productos textiles. Durante el trimestre se destacó la concreción de inversiones en la industria alimenticia, textil y de papel. En el caso de los productos alimenticios, se registraron importantes expansiones por parte de las empresas aceiteras y de los frigoríficos. En la industria textil también se observan inversiones, aunque fundamentalmente en lo que respecta a la puesta en marcha de viejas fábricas y talleres con inversiones marginales en la incorporación de equipos y maquinarias. Finalmente, en la industria del papel se han realizado nuevas inversiones que permitieron ampliar la variedad de productos y mejorar su calidad, facilitando un aumento en las cantidades exportadas. En los próximos meses se llevarán a cabo nuevas inversiones relacionadas con las medidas adoptadas por el Gobierno en Industrias metálicas básicas, Alimentos y bebidas e Industria automotriz (ver Apartado 1).

Por último, los datos de la Encuesta Industrial elaborada por el INDEC muestran que la productividad media del sector, medida tanto en términos de empleo como de horas trabajadas, se encuentra prácticamente estancada en los últimos tres trimestres (ver Gráfico III.12). Esta evolución es la contrapartida de una elasticidad empleo-Producto cercana a 1, significativamente más alta que la registrada por el promedio de la economía (ver Sección IV). Esta evolución generó un nuevo incremento en el costo laboral unitario, debido a que los aumentos en el “salario costo” (salario deflactado por los precios del sector) fueron nuevamente superiores al exhibido por la productividad. Sin embargo, como ya fue mencionado en otras oportunidades, el nivel que presentan los costos laborales unitarios es todavía reducido en la comparación histórica.

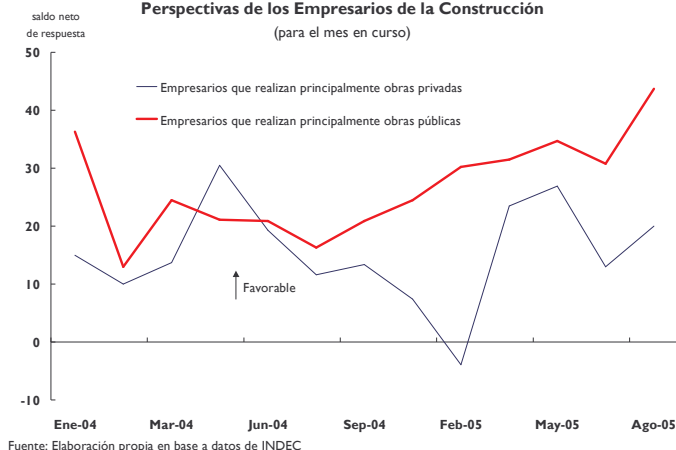
Se proyecta que la industria mantenga la tendencia creciente en los próximos meses y que el año cierre con un incremento levemente superior a 7%. Para 2006 el sector manufacturero también volvería a expandirse aunque a una menor tasa, teniendo en cuenta que las ampliaciones de planta en los sectores más intensivos en capital y que están operando cerca del límite de su estructura productiva, recién estarían operativas a partir de 2007.

Construcción

Por cuarto trimestre consecutivo la construcción volvió a mostrar un fuerte crecimiento, convirtiéndose en uno de los sectores de mayor expansión en la economía nacional. Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), en el bimestre julio-agosto el alza fue de 3,7% s.e. con respecto al segundo trimestre, sustentada en la evolución de todos los rubros que componen el índice, con excepción de las construcciones petroleras. De esta manera, el ISAC se aproximó a sus valores máximos históricos y la construcción contribuiría con un incremento de 0,2 p.p. al crecimiento del PIB en el tercer trimestre (ver Gráfico III.13).

La obra pública es el subsector que muestra el mayor dinamismo en lo transcurrido del tercer trimestre, incluso por encima del registrado en la primera mitad del año, cuando ya se perfilaba como el motor del crecimiento. Particularmente se destaca el incremento de las obras viales, que con 11% de aumento trimestral s.e. lograron revertir la desaceleración que venían evidenciando en los trimestres

Gráfico III.15

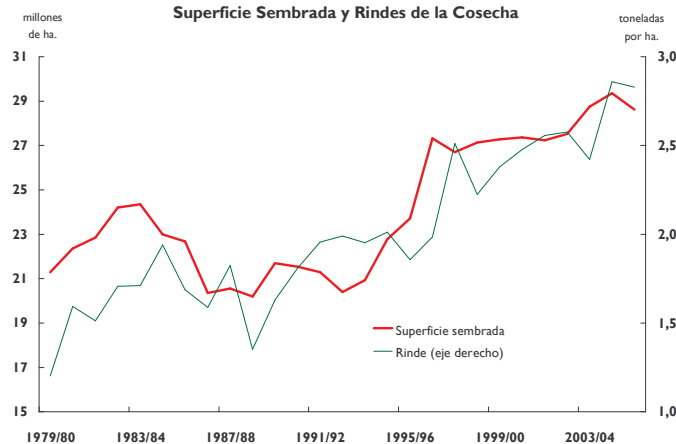
Perspectivas de los Empresarios de la Construcción
(para el mes en curso)


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

anteriores. Asimismo, se observa una importante alza de 7% trimestral s.e. en obras de infraestructura (ver Gráfico III.14).

A pesar de haberse desacelerado respecto al trimestre anterior, la construcción de viviendas continúa mostrando un comportamiento muy positivo y con un aumento de 3,7% trimestral s.e. en el tercer trimestre volvió a ser el principal componente en explicar el desempeño del sector. Estas construcciones siguen siendo favorecidas por las escasas oportunidades alternativas de inversión financiera, el encarecimiento de los alquileres y el mayor dinamismo que muestra el crédito hipotecario. Por su parte, los datos confirman que las obras privadas para destinos comerciales e industriales también se expandieron. La puesta en marcha de nuevas inversiones en locales comerciales, en un marco de elevada ocupación, y la expansión de pequeñas y medianas industrias permitieron que el incremento en el segmento de edificaciones no destinadas a viviendas alcance 6,7% trimestral s.e..

Gráfico III.16

Superficie Sembrada y Rindes de la Cosecha


Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAGPyA

Finalmente, se proyecta que la actividad de la construcción continúe en crecimiento en el cuarto trimestre, tomando como base las expectativas positivas de los empresarios que reflejan la encuesta cualitativa del INDEC y otras fuentes privadas. Como a lo largo del año, se mantiene un sesgo más positivo en aquellas compañías que se dedican a realizar emprendimientos públicos, en vistas a la mayor cantidad de proyectos presupuestados por el Gobierno, como por ejemplo los planes de vivienda social que están llevando a cabo los gobiernos provinciales y nacional en conjunto (ver Gráfico III.15). En este sentido, el Proyecto de Presupuesto Nacional 2006 establece un aumento de la inversión en obra pública que alcanza a 39,2% i.a., incluyendo obras directas y transferencias de capital a provincias. Sin embargo, la obra privada también continuaría aportando al crecimiento en la medida en que se mantengan elevados los márgenes de rentabilidad a pesar de los mayores costos.

Sector Agropecuario

Impulsado por la cosecha récord obtenida en la campaña 2004/05, el sector agropecuario logró contribuir con 0,5 p.p. al crecimiento desestacionalizado del PIB en el segundo trimestre del año. A su vez, el sector pecuario aumentó su producción impulsado por las ventas externas, mientras que se desaceleró la actividad láctea.

Favorecido por la obtención de muy buenos rindes en todos los cultivos, ayudados por el desarrollo climático y la importante inversión en tecnología, el sector agrícola logró alcanzar un máximo histórico en la campaña 2004/05 al producir 83,9 millones de toneladas, 21% por encima del período anterior. Este salto fue impulsado principalmente por la mayor producción de trigo, maíz y soja (ver Cuadro III.3).

Para la próxima campaña se proyecta una reducción de la cosecha generada por la caída superior a 10% en la superficie destinada a la siembra de cereales (ver Gráficos III.16 y III.17). Los menores precios del trigo, acompañados por un aumento en los costos y la insuficiente humedad de ciertas zonas del país han llevado a una disminución de aproximadamente 20% de su superficie sembrada, ubicándose levemente por debajo de las 5 millones de hectáreas. Asimismo, el maíz también vería reducida su rentabilidad, por un aumento de costos del laboreo y una caída en el precio, hecho que

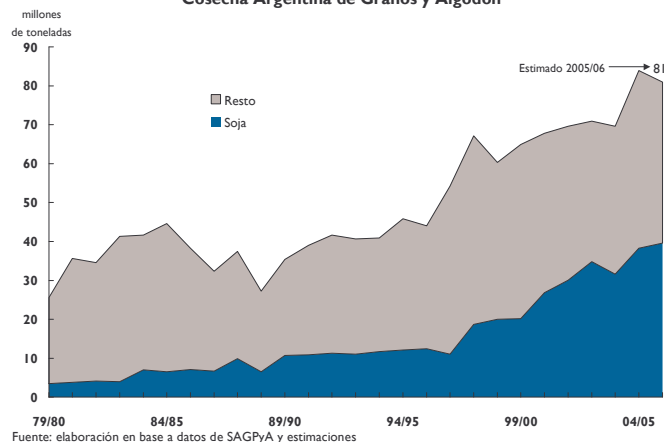
Cuadro III.3

Cosecha de Cereales y Oleaginosas

	2003-04		2004-05		2005-06 (estimado)		Var % 2005-06 / 2004-05	Dif. tns 2005-06 / 2004-05
	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
Cereales	34.142	49,1%	40.952	48,8%	36.315	44,9%	-11,3%	-4.638
Maíz	14.951	21,5%	19.500	23,2%	18.500	22,8%	-5,1%	-1.000
Trigo	14.563	20,9%	15.970	19,0%	12.500	15,4%	-21,7%	-3.470
Sorgo granifero	2.165	3,1%	2.900	3,5%	2.900	3,6%	0,0%	0
Arroz	1.060	1,5%	1.027	1,2%	989	1,2%	-3,7%	-38
Cebada cervecera	1.002	1,4%	886	1,1%	844	1,0%	-4,8%	-42
Avena	332	0,5%	536	0,6%	457	0,6%	-14,7%	-79
Centeno	37	0,1%	92	0,1%	82	0,1%	-10,7%	-10
Otros	33	0,0%	41	0,0%	42	0,1%	3,2%	1
Oleaginosas	35.098	50,4%	42.508	50,7%	44.218	54,6%	4,0%	1.710
Soja	31.577	45,4%	38.300	45,7%	39.624	48,9%	3,5%	1.324
Girasol	3.161	4,5%	3.650	4,4%	3.962	4,9%	8,6%	312
Maní	293	0,4%	445	0,5%	559	0,7%	25,6%	114
Otros	68	0,1%	113	0,1%	73	0,1%	-35,2%	-40
Algodón	350	0,5%	436	0,5%	436	0,5%	0,0%	0
Total	69.590	100%	83.896	100%	80.969	100%	-3,5%	-2.927

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

Gráfico III.17
Cosecha Argentina de Granos y Algodón

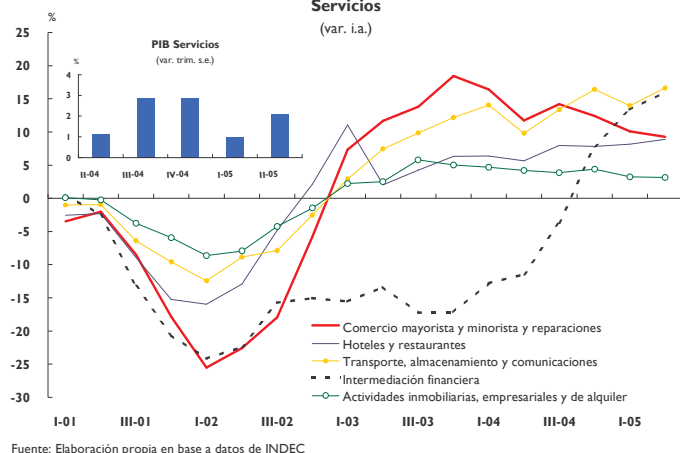


se traduciría en una mayor superficie sembrada de girasol y soja. Finalmente, la tendencia decreciente de los precios para el último trimestre de 2005, cuya volatilidad depende fundamentalmente de la cosecha del hemisferio norte, se revertiría en el primer semestre del próximo año, por las expectativas sobre una menor producción de Brasil.

En los productos pecuarios se observó durante el tercer trimestre un aumento de la faena gracias a que se continuó fortaleciendo la demanda externa. Precisamente, el aumento de los envíos al exterior en un contexto de rigidez de la oferta generó presiones sobre los precios internos que derivaron en medidas de política para reducir su impacto. Mediante la Resolución N°645/05, la Secretaría de Agricultura estableció el peso mínimo de la faena en 300 kg. con el objetivo de aumentar en el mediano plazo la producción de carne y así evitar subas adicionales en los precios. Esta reglamentación se implementará de manera escalonada a partir de noviembre, llegando al peso mínimo establecido en enero de 2006. En el próximo año es posible una mayor presión sobre la oferta local teniendo en cuenta la reciente aparición de brotes de fiebre aftosa en Brasil (primer exportador mundial) y la probable reapertura de los mercados de Canadá y EE.UU. a partir del segundo semestre.

Por su parte, el crecimiento de la producción de leche cruda se desaceleró, generando presiones sobre los precios que pagan las empresas, lo que se tradujo en un diferencial a favor de las que destinan producción al mercado externo. En este contexto, el Gobierno dispuso a partir de julio y por 180 días una suba de los Derechos de Exportación de 5% a 15% para la leche en polvo y de 5% a 10% para los quesos, con el objetivo de reducir la demanda de materia prima del sector exportador y por ende la presión sobre los precios locales. Aunque luego de la medida se observó una caída en los precios, su efectividad es difícil de cuantificar, teniendo en cuenta que la implementación de los mayores Derechos de Exportación coincidió con el período de mayor producción de leche cruda en un contexto donde la capacidad instalada para el procesamiento de leche en polvo está siendo utilizada al máximo.

Gráfico III.18
Servicios
(var. i.a.)

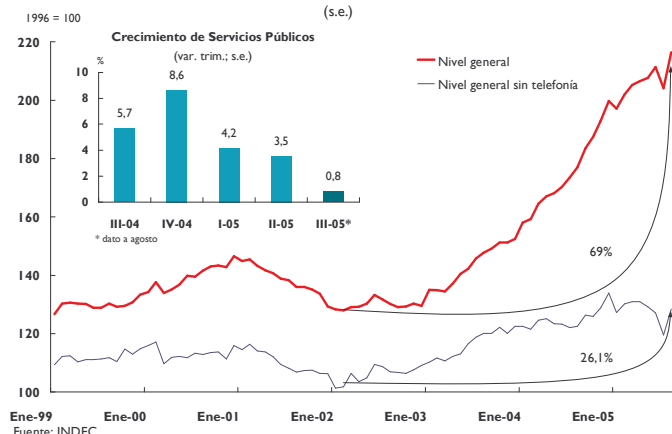


Finalmente, luego de la excelente cosecha agrícola 2004/2005, las estimaciones preliminares para la próxima cosecha indican que esta incluso podría mostrar una leve caída, alcanzando a 81 millones de toneladas. Sin embargo, puede esperarse una mayor contribución en términos de exportaciones, que dependerá de la evolución de los precios. La producción de carne y lácteos continuaría enfrentando restricciones operativas de oferta.

Servicios

La actividad del sector servicios aumentó 2,1% trimestral s.e. en el segundo trimestre, luego de la desaceleración registrada en los primeros tres meses. El mejor desempeño de la Intermediación financiera (que aún se ubica 33% por debajo de su nivel máximo del segundo trimestre de 2000), acompañado por el incremento del Transporte, almacenamiento y comunicaciones permitieron volver a crecer a tasas significativas. Por su parte, el desempeño del resto de los servicios también contribuyó positivamente al crecimiento encontrándose la mayoría de ellos en valores máximos históricos (ver Gráfico III.18).

Gráfico III.19
Servicios Públicos
(s.e.)

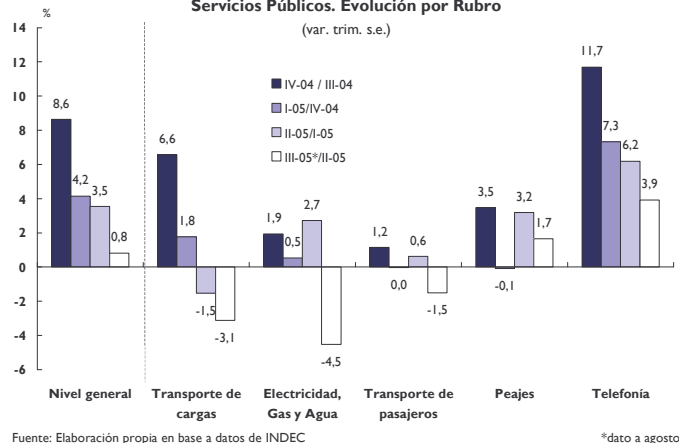


En el tercer trimestre, el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) creció 0,8% s.e. (con datos hasta agosto), exhibiendo una fuerte desaceleración respecto a los trimestres previos (ver Gráfico III.19).

Esta dinámica estuvo impulsada fundamentalmente por los servicios telefónicos, que crecieron 3,9% trimestral s.e., aunque continuaron desacelerándose respecto a los resultados de los dos trimestres previos, cuando promediaron un alza de 6,8% s.e. trimestral. Por su parte, la cantidad de equipos de celulares continuó creciendo de forma vertiginosa con la consiguiente suba de la cantidad total de llamadas (ver Gráfico III.20).

Entre las ramas que mostraron caídas, la más significativa se registró en la provisión de Electricidad, gas y agua, con una disminución de 4,5% trimestral s.e.. La merma se originó principalmente por la menor producción de gas, teniendo en cuenta que la generación de electricidad continuó creciendo a una tasa elevada y el aumento en la distribución de agua siguió respondiendo al crecimiento vegetativo de la población. En este sector, el Gobierno continuó avanzando con las obras para ampliar la infraestructura. Adicionalmente, durante el trimestre finalizaron las obras de ampliación de gasoductos, permitiendo una reducción en el período de falta de provisión para los clientes interrumpibles a lo cual se agregaría la construcción del gasoducto patagónico. Asimismo, se continuó avanzando con las obras del Plan Federal de Transporte Eléctrico y con el proyecto para construir dos usinas térmicas que deberían estar terminadas en el invierno de 2007.

Gráfico III.20
Servicios Públicos. Evolución por Rubro
(var. trim. s.e.)



Por último, en el tercer trimestre se aprobaron algunos acuerdos parciales alcanzados con las empresas de distintos servicios. Entre estos se destacaron los realizados con las empresas de distribución de transporte eléctrico y Telecom. Por el contrario, algunos accionistas de Aguas Argentinas, concesionaria del servicio de aguas de Capital Federal y Gran Buenos Aires, decidieron retirarse de la concesión. Asimismo, ya comenzaron a realizarse negociaciones con la Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos (UNIREN) en vistas de los acuerdos integrales a realizarse durante el próximo año, como es el caso de Telefónica de Argentina. Sin embargo, el contenido de los acuerdos en términos de senderos tarifarios no ha sido dado a conocer.

IV. EMPLEO Y SALARIOS

IV.1 Síntesis

El desempleo continúa su tendencia descendente, lo que fue confirmado tanto por los datos oficiales del segundo trimestre como por los indicadores adelantados del tercero. En el segundo trimestre del año la Tasa de Desocupación se ubicó en el 12,1%, confirmando como se anticipara en el Informe de Inflación anterior que el alza del primer trimestre era más bien estacional. De este modo, en un año acumula una caída de 2,7 puntos porcentuales (p.p) y de 12 p.p. desde los máximos registrados en mayo de 2002. Al mismo tiempo, continúa observándose una normalización del mercado de trabajo, en la medida que más beneficiarios de planes de empleo se incorporan al mercado laboral y la Tasa de Desocupación “corregida” (que en la última medición de la Encuesta Permanente de Hogares –EPH– ascendió a 15,7%) converge a la Tasa de Desocupación.

Los datos anticipados del tercer trimestre permiten estimar que la economía continuó generando puestos de trabajo, en un contexto donde se acentúa la formalización del empleo. Este aumento del empleo permitiría por tercer año consecutivo reducir la desocupación, que se ubicaría en el último trimestre de 2005 en torno a 10,5%. Para el próximo año, teniendo en cuenta la normalización esperada en el ritmo de crecimiento de la economía, una Tasa de Actividad estable y una elasticidad empleo-Producto algo mayor que la registrada en los dos primeros trimestres del 2005, se proyecta que la Tasa de Desocupación se ubique en niveles de un dígito.

Por su parte, en promedio los salarios reales siguieron creciendo a un ritmo similar al registrado en el segundo trimestre, impulsados por el aumento del sector formal y acumulan en lo que va del año una suba real cercana a 6%. Mientras que los salarios privados registrados continuaron incrementándose por la aplicación de subas determinadas en las negociaciones colectivas realizadas en la primera mitad del año, los salarios públicos se vieron beneficiados por la mejora dispuesta por el Gobierno Nacional. En cambio, los salarios pagados en el sector informal mostraron una caída en el trimestre incluso cuando son medidos en términos nominales.

En lo que resta de 2005 el proceso de recomposición salarial se daría a un menor ritmo al registrado en los primeros meses del año, debido a que gran parte de los sectores económicos ya renegociaron los salarios. Sin embargo, en 2006 podría verse una nueva recuperación, impulsada por una segunda ronda de acuerdos en el sector privado y público, ante el vencimiento de los convenios vigentes. En este sentido, hacer converger las expectativas de inflación podría encausar la discusión salarial y a su vez permitiría que el aumento en los salarios nominales se transforme en mejoras reales de los ingresos.

Gráfico IV.1
Tasa de Actividad, Empleo y Desocupación

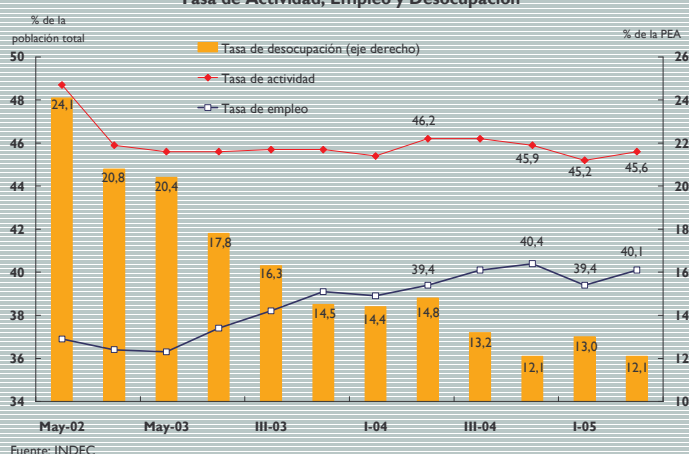


Gráfico IV.2
Desocupación y Salario Real

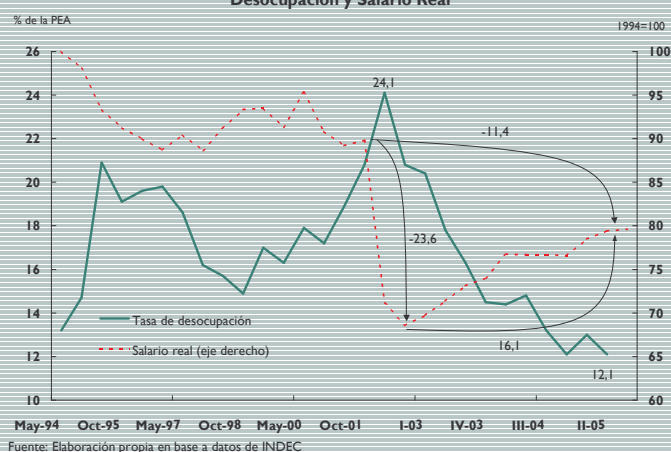
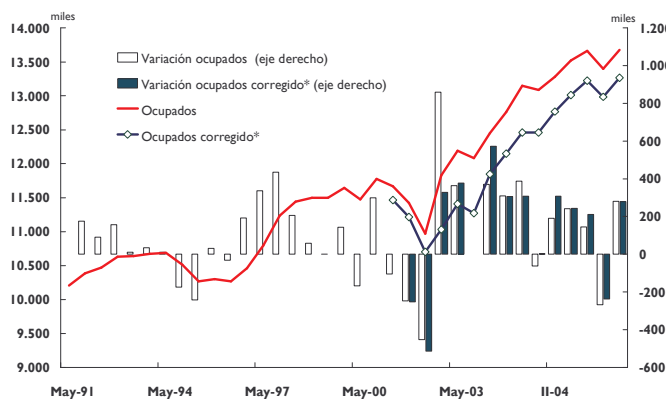


Gráfico IV.3

Evolución de los Ocupados con y sin Planes de Empleo



* No considera como ocupados aquellos que perciben un plan de empleo como ocupación principal
Fuente: INDEC y Ministerio de Economía. EPH Puntual

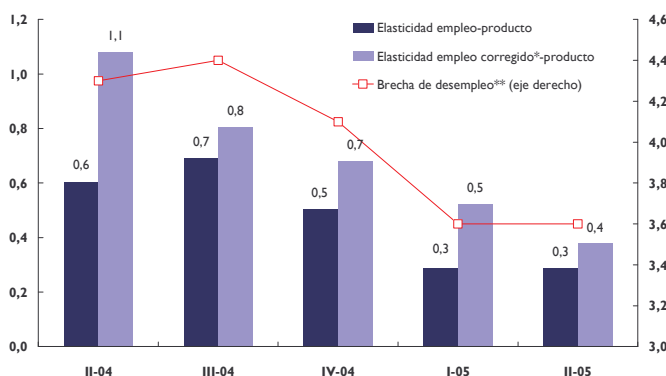
IV.2 Empleo

Los datos de empleo siguen siendo muy alentadores, tanto por la reducción de la Tasa de Desocupación que mostró la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) en el segundo trimestre (se ubicó en 12,1%), como por los indicadores adelantados del tercero. Los datos confirmaron lo anticipado en el **Informe de Inflación** anterior, donde se argumentaba que el aumento del desempleo del primer trimestre era más bien estacional y no constituía un cambio en la tendencia.

La reducción del desempleo del segundo trimestre fue de 2,7 puntos porcentuales (p.p.) respecto al mismo trimestre del año pasado y de 3,4 p.p. cuando se excluyen los planes de empleo, evidenciando una mayor convergencia de la Tasa de Desocupación “corregida” (que en la última medición asciende a 15,7%) a la Tasa de Desocupación (ver Gráficos IV.1 y IV.4). La reducción trimestral de 0,9 p.p. de la Tasa de Desocupación se explicó totalmente por la creación de nuevos puestos de trabajo, dado que la oferta laboral mostró un leve incremento en el período.

Gráfico IV.4

Elasticidad Empleo-Producto y Brecha de Desempleo



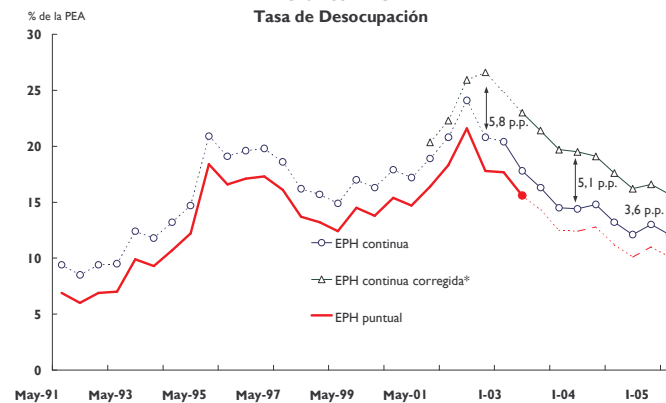
* No considera como ocupados aquellos que perciben un plan de empleo como ocupación principal
** Diferencia entre el desempleo corregido y el desempleo
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

En efecto, en el segundo trimestre se crearon 280 mil puestos de trabajo en la economía, compatible con un aumento de 2,1% trimestral (ver Gráfico IV.3). En términos interanuales (i.a.) el crecimiento del empleo ascendió a 3%, reflejando una reducida elasticidad empleo-Producto de 0,3, similar a la del trimestre previo y bien por debajo de la registrada en los dos años anteriores, cuando resultaba cercana a 1. Si se computa el crecimiento de los puestos de trabajo, considerando como nuevos empleos a los de los beneficiarios de planes de empleo que se incorporaron al mercado laboral, esta elasticidad se eleva a 0,4 (ver Gráfico IV.4).

Si bien este nivel de la elasticidad permite continuar reduciendo los problemas de desempleo, aunque a un paso más lento dado el crecimiento proyectado de la economía para el próximo año (ver Sección III), se estima que el nivel de la elasticidad de largo plazo debería ubicarse por encima de estos registros. En efecto, dado el brusco cambio en los precios relativos a favor del trabajo, la elasticidad empleo-Producto debería converger a valores más elevados que los vigentes durante la década pasada, cuando se ubicó en torno a 0,4 en promedio.

Gráfico IV.5

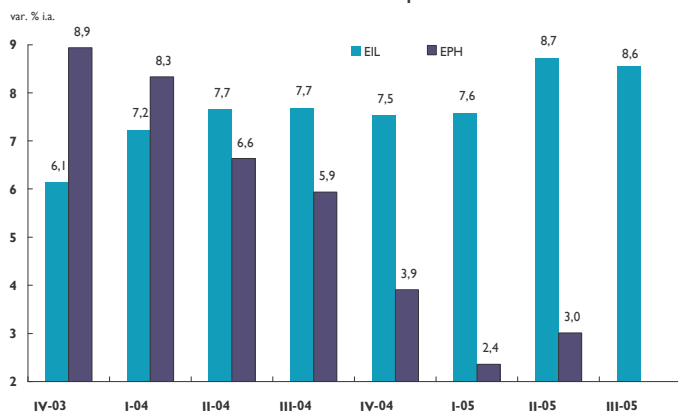
Tasa de Desocupación



Nota: dado el corto plazo de existencia de la EPH continua, se procedió a extender los datos en base a la EPH puntual
* No considera como ocupados aquellos que perciben un plan de empleo como ocupación principal.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Por su parte, las cifras de la EPH, las de la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) y las provenientes del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP) dan cuenta de una mayor formalización del empleo asalariado. Esta tendencia de creciente registración del empleo habría continuado durante el tercer trimestre, teniendo en cuenta que según la EIL los puestos de trabajo formales crecieron a una tasa de 8,6% i.a. (ver Gráfico IV.6). Sin embargo, la formalización del empleo sólo influye en el margen dado que según la EPH del segundo trimestre, el 47,2% de los asalariados sigue siendo informal. Esta mejora en la calidad del nuevo empleo respondería a la favorable situación de las empresas y al aumento de la fiscalización realizada por el Estado. Adicionalmente, la apertura hacia los mercados externos y el mayor impulso de la obra pública estaría incentivando a las empresas principalmente PyMES, a “blanquear” a sus empleados en la medida en que deben declarar sus ventas.

Gráfico IV.6
Crecimiento del Empleo



Fuente: Ministerio de Trabajo e INDEC

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

Tasa	IV-03	I-04	II-04	III-04	IV-04	I-05	II-05
Actividad¹							
Total	45,7	45,4	46,2	46,2	45,9	45,2	45,6
GBA	47,5	47,1	48,6	48,7	48,3	47,4	47,8
Interior	43,6	43,5	43,4	43,3	43,1	42,7	43,0
Empleo¹							
Total	39,1	38,9	39,4	40,1	40,4	39,4	40,1
GBA	40,1	40,2	40,9	41,8	42,0	40,6	41,4
Interior	37,9	37,4	37,6	38,1	38,5	37,9	38,6
Empleo Corregido*¹	36,7	36,6	37,4	38,0	38,5	37,7	38,4
Desempleo²							
Total	14,5	14,4	14,8	13,2	12,1	13,0	12,1
GBA	15,6	14,6	15,9	14,1	13,0	14,5	13,0
Interior	13,1	14,1	13,3	12,0	10,8	11,1	10,3
Desempleo Corregido*²	19,7	19,5	19,1	17,6	16,2	16,6	15,7
Subocupación²							
Total	16,3	15,7	15,2	15,2	14,3	12,7	12,7
GBA	17,4	17,7	15,9	16,8	15,8	13,6	14,0
Interior	14,8	13,1	14,3	13,1	12,3	11,6	11,2
Elasticidad³							
empleo-producto		0,76	0,61	0,69	0,51	0,29	0,29
empleo corregido-producto		0,93	1,08	0,81	0,68	0,52	0,38

1 Como % de la Población Total.

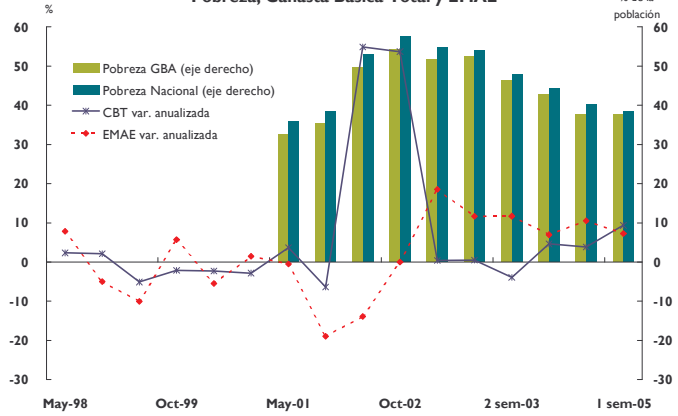
2 Como % de la Población Económicamente Activa.

3 Cálculo realizado en base a las variaciones interanuales.

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

Fuente: INDEC

Gráfico IV.7
Pobreza, Canasta Básica Total y EMAE



Fuente: INDEC

El proceso de formalización no sólo sería la contracara de una mayor creación de empleo asalariado formal, sino también de un aumento en el monto del salario que se paga en “blanco” a los trabajadores. Esto último estaría impulsado por la elevación del salario mínimo de la economía en forma escalonada hasta \$630 y del impulso que esta medida dio para la renegociación de las escalas salariales de los convenios colectivos de trabajo (ver **Informe de Inflación** anterior). De este modo, el cambio en la composición de la masa salarial entre el segmento formal e informal sería algo mayor.

A pesar de los elevados niveles de desempleo, se presentan en la economía algunos problemas de oferta para satisfacer la demanda laboral en determinados sectores, principalmente en la industria. De acuerdo a los datos del INDEC, en el segundo trimestre del año la demanda laboral insatisfecha⁷ alcanzó a 13,5%. La demanda insatisfecha está concentrada en las empresas industriales, evidenciando que la mayor parte de la falta de oferta de personal se registra en los rubros que requieren calificaciones técnicas y operativas en sectores como Confección de prendas de vestir, Fabricación de maquinaria y Fabricación de productos minerales no metálicos.

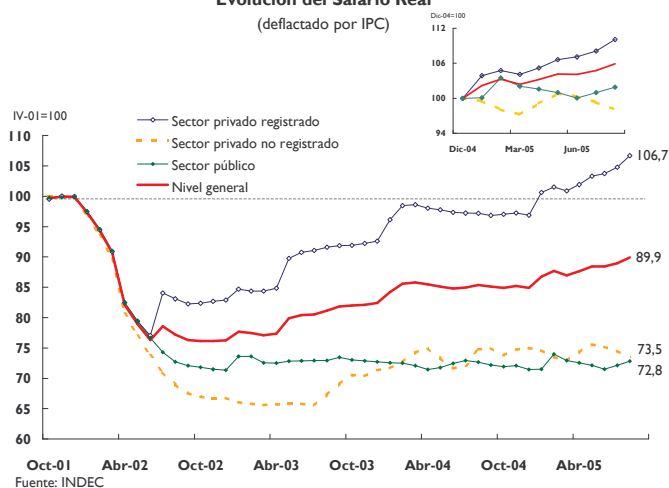
La Tasa de Actividad aumentó en el segundo trimestre y alcanzó a 45,6%, 0,3 p.p. por debajo de la verificada en el cuarto de 2004 y 0,6 p.p. por debajo de los registros de un año atrás. Si bien con esta información es difícil hablar de un cambio en la tendencia de la oferta laboral, una posible explicación a esta dinámica podría estar originada en que el efecto “trabajador alentado” (producto de los mayores salarios que se ofrecen en la economía) es más que compensado por el efecto “trabajador adicional negativo” (que implica la salida de la búsqueda de empleo del resto de los miembros de una familia si alguno consigue trabajo). La caída en la Tasa de Actividad se dio principalmente en el Gran Buenos Aires (GBA), que tuvo una reducción interanual de 0,8 p.p. en la cantidad de personas que participan en el mercado laboral. Si se discrimina por género, la mayor caída se registra en las mujeres, en particular aquellas con una edad superior a los 30 años (ver Cuadro IV.1).

La dinámica del empleo y los salarios, conjuntamente con un menor aumento de los precios que componen la Canasta Básica Alimentaria (CBA) permitió una nueva caída de los indicadores de incidencia de pobreza e indigencia en la primera mitad del año. De acuerdo a los datos de INDEC, la pobreza alcanzó al 38,5% de la población de los centros urbanos relevados por la EPH, 1,7 p.p. por debajo del registro del segundo semestre de 2004. De manera simultánea, en el primer semestre, la indigencia cayó 1,4 p.p. y alcanzó a 13,6% de la población (ver Gráfico IV.7). Ambos niveles resultan todavía elevados, ya que extendidos a la población total alcanzan a 14 y 5 millones de personas respectivamente.

De esta manera la economía acumula cinco semestres consecutivos de descenso de la pobreza, que desde el inicio del ciclo de crecimiento de la economía en el segundo semestre de 2002 se redujo 19 p.p.. Para lo que resta de 2005 quedan algunas dudas acerca de esta dinámica, sobre todo por el mayor incremento que acumula la CBA en el tercer trimestre, que ya alcanza a 4,9% (ver Sección VIII). Sin embargo, el crecimiento del empleo y de los

⁷ Se define la demanda laboral insatisfecha como la ausencia de oferta idónea de trabajadores para responder a un requerimiento específico por parte de las empresas, organismos públicos, o cualquier otra organización que actúe como demandante de sus servicios.

Gráfico IV.8
Evolución del Salario Real
(deflactado por IPC)



salarios reales, junto con la esperada reducción del precio de los alimentos más volátiles para el cuarto trimestre permiten ser optimistas. Asimismo, para el próximo año, en la medida en que se normalice el crecimiento de la economía y por ende el aumento del empleo, la trayectoria de la pobreza estará ligada en mayor medida a lo que ocurra con la inflación. En este sentido, reducir las expectativas de inflación contribuirá a mejorar las condiciones de vida de los sectores más postergados de la población.

Finalmente, luego de la caída estacional del primer trimestre y teniendo en cuenta la evolución de los indicadores adelantados de empleo y el ritmo de crecimiento proyectado para lo que resta del año, la Tasa de Desocupación continuaría cayendo y finalizaría 2005 en torno a 10,5%. Para 2006, considerando una normalización en el ritmo de crecimiento de la economía, una elasticidad empleo-producto algo mayor y una Tasa de Actividad relativamente estable, se prevé una nueva caída de la Tasa de Desocupación, que se ubicaría en niveles de un dígito a fines de año.

IV.3 Salarios

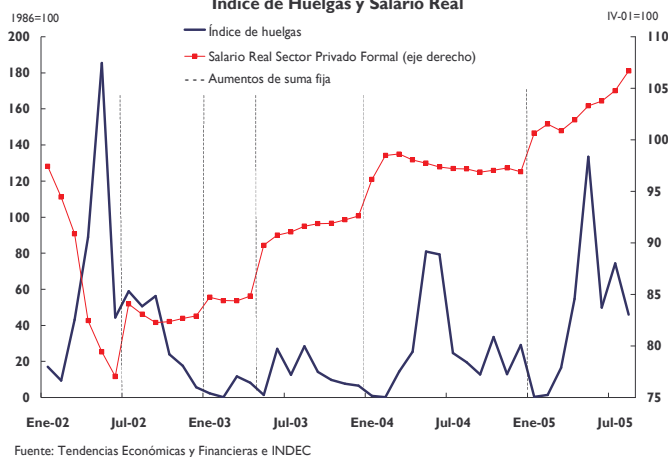
Los salarios reales promedio de la economía exhibieron en el tercer trimestre un incremento similar al del segundo, dado que el mayor aumento de los precios fue compensado con un alza superior de las remuneraciones. De esta forma, la expansión de los salarios reales habría sido de 1,7% en el tercer trimestre y 6% en lo transcurrido del año, por lo que la brecha respecto a los salarios vigentes a fines de 2001 se redujo a casi 10% (ver Gráfico IV.8). El principal aporte a lo largo del trimestre estuvo dado por la continuidad de la suba de los salarios privados formales y de los salarios públicos, en tanto los pagados en el sector informal mostraron una caída en términos nominales.

A pesar de que se redujo significativamente el ritmo de la negociación colectiva, durante el tercer trimestre los salarios reales privados formales volvieron a evidenciar una importante recuperación, en parte por la efectivización de incrementos que ya habían sido acordados, en sectores como comercio y metalurgia. Esta nueva suba de los salarios formales permitió que las remuneraciones de este segmento superen el aumento de los precios desde fines de 2001 en más de 6%. En este trimestre el Gobierno no tuvo incidencia en los salarios privados, limitándose a incorporar como remunerativo en octubre el aumento de \$100 mensuales adicionales otorgados en enero e incrementando los topes máximos para percibir asignaciones familiares.

Por su parte, el Gobierno Nacional negoció con los sindicatos que representan a los trabajadores públicos, acordando un incremento de los salarios de parte de la Administración Pública Nacional y las fuerzas de seguridad en el tercer trimestre. Esta mejora complementó la realizada a comienzos de año, que fue sólo destinada a las personas que percibían sueldos inferiores a \$1.250 mensuales, y permitió que las remuneraciones públicas en general registren una suba superior a 2% en el trimestre. A pesar de ello, los salarios reales del sector público aún son los más rezagados respecto a los del cuarto trimestre de 2001, encontrándose 27,2% por debajo de dicho nivel.

A diferencia de los dos grupos anteriores, los salarios del sector privado no registrado mostraron una caída en el tercer trimestre,

Gráfico IV.9
Índice de Huelgas y Salario Real





luego de la importante recomposición del segundo. Este comportamiento no era el esperado, dado que hasta ahora aún con un retraso y en menor proporción, los salarios informales tendían a acompañar la suba de los salarios formales.

En resumen, durante 2005 los salarios reales de la economía se están recuperando a mayor ritmo que el año pasado, impulsados por la negociación colectiva y por las subas otorgadas a los empleados estatales por el Gobierno Nacional y las Provincias.

V. SECTOR EXTERNO

V.1 Síntesis

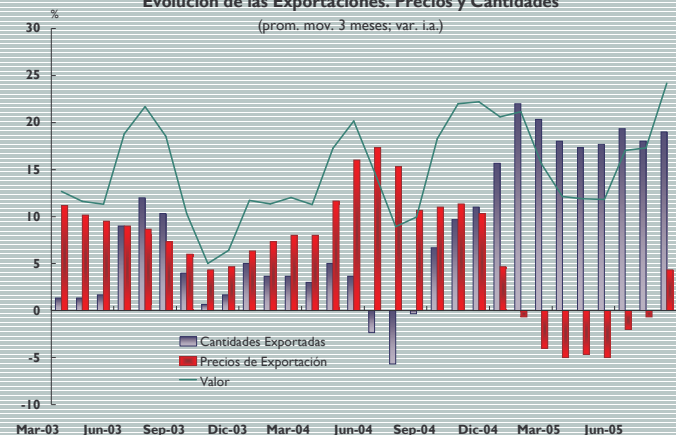
Se continúa dando la disminución de la superavitaria brecha externa, aunque a un ritmo menor al esperado, a partir del mayor excedente comercial y de la forma en la que finalmente se imputó la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos, que redujo sustancialmente el flujo de intereses devengados por la deuda pública externa. De este modo, durante 2005 el saldo en Cuenta Corriente mostraría un superávit incluso superior al registrado en 2004, que ascendería a poco más de 2,5% del PIB. En 2006 el saldo de la Cuenta Corriente volvería a mostrar una reducción, ubicándose en torno a 2,3% del PIB, por lo que el superávit resultaría todavía abultado.

Las exportaciones continúan exhibiendo un saludable crecimiento, por lo que se elevó nuevamente la proyección para el corriente año a un valor algo menor a US\$40.000 millones, registrando un nuevo récord histórico. El crecimiento, mayor a lo esperado, fue inducido por la fuerte recuperación que exhiben los precios de las principales materias primas exportadas por el país, al tiempo que las cantidades exportadas continúan creciendo a tasas de dos dígitos, en línea con lo esperado. En 2006 las exportaciones se ubicarían en torno a US\$43.500 millones. Así pues, no seguirían creciendo al mismo ritmo que durante este año a raíz de la paulatina reducción que muestra la capacidad instalada disponible en algunas ramas de la industria y por la menor cosecha agrícola proyectada, aunque los mejores precios previstos para 2006 compensarían en parte esta situación.

Las importaciones siguen aumentando de la mano del mayor nivel de actividad y se corrigió al alza la proyección para el año hasta US\$29.000 millones. Para 2006, considerando una leve reducción en la elasticidad importaciones-Producto y una menor incidencia de los precios, se espera que las importaciones asciendan a US\$33.500 millones. El crecimiento de las compras externas está impulsado por los Bienes de capital y sus partes, que recuperaron su nivel de participación y se acercan a los máximos históricos. Como contrapartida, la importación de Bienes de consumo alcanza actualmente a sólo 10,5% del total, con una pérdida de participación de 7 puntos porcentuales (p.p.) frente al promedio 1992-1999.

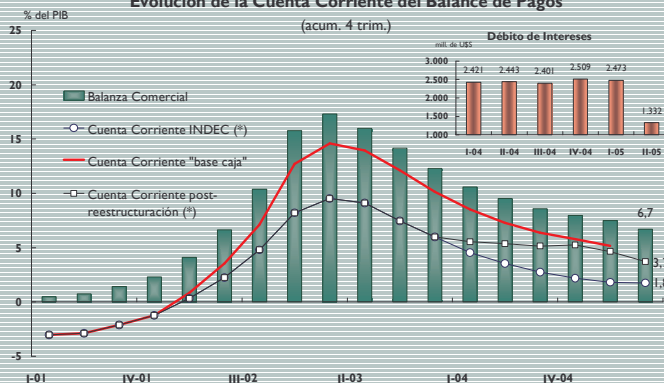
Asimismo, la Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos registró nuevamente una entrada neta levemente superior a la de un año atrás aunque con una gran diferencia. Al igual que en el caso de la Cuenta Corriente, a partir de este trimestre se comenzó a reflejar el efecto de la reestructuración de la deuda pública y, por lo tanto, no se contabilizó el financiamiento involuntario de atrasos en el pago de amortizaciones e intereses de la deuda en situación irregular. De esta forma, el superávit en Cuenta Financiera es atribuible por completo al abultado resultado positivo de la Cuenta Financiera del Sector Privado no Financiero.

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



Fuente: INDEC

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



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

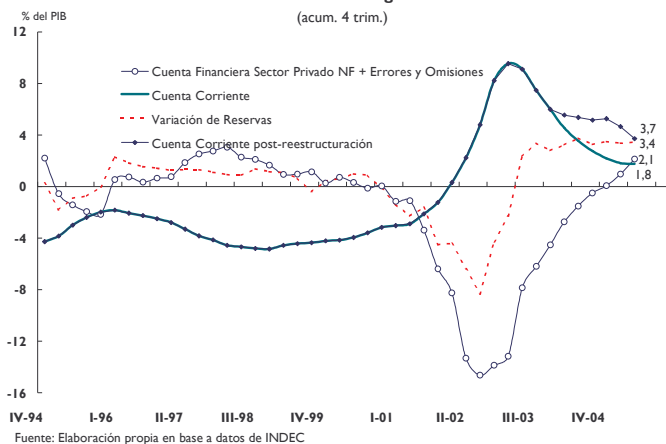
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Cuadro V.1

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

	2003	II-04	III-04	IV-04	2004	I-05	II-05
Cuenta Corriente	7.659	1.772	600	480	3.332	12	1.785
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	6,0	4,3	1,6	1,2	2,2	0,0	3,7
Cuenta Corriente post-reestructuración, anualizada en % del PIB	6,0	7,3	4,1	4,1	5,3	3,0	3,7
Mercancías	16.448	4.179	3.245	2.881	13.239	2.713	3.459
Exportaciones fob	29.566	9.379	8.960	8.837	34.550	8.367	10.670
Importaciones fob	13.118	5.201	5.715	5.956	21.312	5.654	7.211
Servicios	-1.396	-381	-489	-283	-1.644	-539	-599
Exportaciones de servicios	4.205	1.122	1.229	1.527	5.222	1.637	1.380
Importaciones de servicios	5.601	1.503	1.718	1.810	6.866	2.176	1.979
Rentas	-7.970	-2.223	-2.299	-2.322	-8.951	-2.320	-1.241
Renta de la inversión	-7.952	-2.216	-2.292	-2.316	-8.924	-2.315	-1.232
Intereses	-7.319	-1.766	-1.679	-1.718	-6.956	-1.628	-600
Ganados	2.613	677	722	790	2.817	845	732
Pagados	9.932	2.443	2.401	2.509	9.774	2.473	1.332
Utilidades y Dividendos	-633	-450	-613	-598	-1.968	-687	-632
Ganados	451	138	167	169	599	147	182
Pagados	1.084	588	781	767	2.568	834	814
Otras Rentas	-18	-7	-7	-6	-27	-5	-9
Transferencias corrientes	577	196	143	204	687	158	166

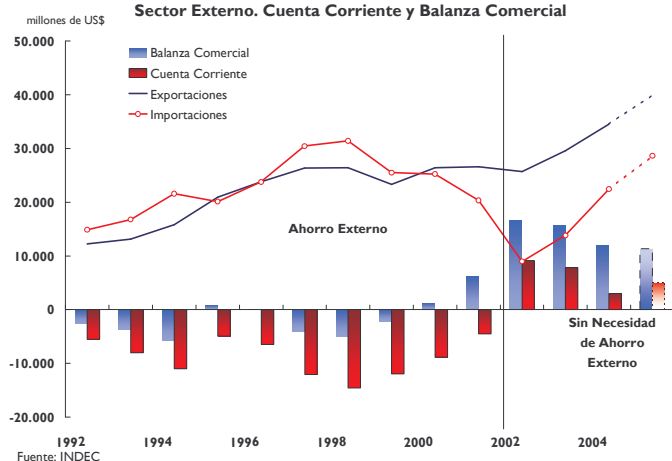
Fuente: INDEC

Gráfico V.3
Balance de Pagos
(acum. 4 trim.)

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico V.4

Sector Externo. Cuenta Corriente y Balanza Comercial



Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente

Durante el segundo trimestre de 2005 el superávit en Cuenta Corriente resultó levemente superior al registrado un año atrás. Así se interrumpió la tendencia decreciente que viene exhibiendo desde hace ya dos años. Sin embargo el crecimiento del superávit se explicó básicamente por el menor devengamiento de intereses de la deuda pública a partir de que se hizo efectiva la reestructuración de la deuda del sector público en cesación de pagos. La explicación reside en que el Balance de Pagos registra las transacciones entre residentes y no residentes en base devengado y por lo tanto registra el devengamiento de intereses aún en el caso que permanezcan impagos. Dado que la nueva deuda producto de la reestructuración devenga intereses muy inferiores a los de la deuda pre-*default* y que las estimaciones del Balance de Pagos no contabilizan los intereses devengados sobre la deuda con no residentes en títulos del Gobierno Nacional no ingresada al canje, eso generó una reducción en el débito de intereses de aproximadamente US\$1.000 millones⁸ (ver Cuadro V.1).

Así, durante el segundo trimestre de 2005 la Cuenta Corriente registró un saldo positivo de US\$1.785 millones, US\$13 millones más que en igual período de 2004, aunque el resto de los componentes continuó exhibiendo una tendencia decreciente. El superávit de la Balanza Comercial de Bienes fue inferior a un año atrás (aunque en menor medida que lo esperado por el fuerte crecimiento de las exportaciones) y también se observó un aumento de las utilidades y dividendos devengados a raíz del incremento de los beneficios de las empresas por el crecimiento de la actividad económica. Asimismo, se registró un mayor déficit en la Balanza Comercial de Servicios. En efecto, pese al crecimiento que exhiben las exportaciones de servicios impulsadas por la suba de las exportaciones de servicios empresariales y los ingresos por turismo receptivo (registrado en la cuenta viajes), las importaciones crecieron en mayor medida por efecto del aumento de los egresos en la cuenta de servicios financieros (a raíz del pago de las comisiones del canje de la deuda) y de la cuenta viajes y transportes (por los fletes del comercio exterior y el encarecimiento del petróleo).

Teniendo en cuenta la mejora en la proyección de la Balanza Comercial y el impacto de la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos, la Cuenta Corriente cerraría el año con un superávit levemente superior a 2,5% del PIB. Asimismo, para 2006 se estima una reducción del saldo en Cuenta Corriente, con un resultado final que alcanzaría a 2,3% del PIB.

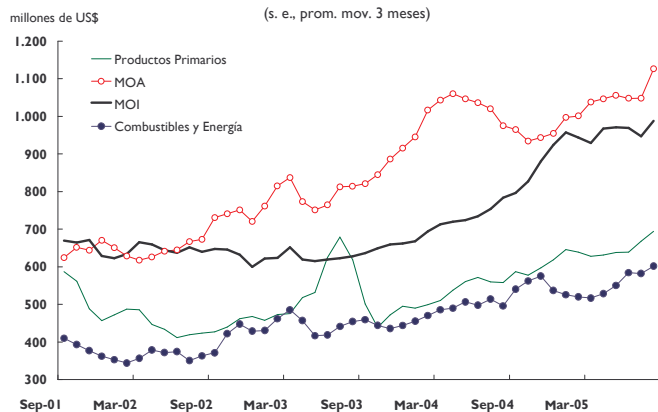
Balanza Comercial⁹

El fuerte crecimiento, en parte inesperado, que exhiben las exportaciones en lo que va del año disminuye la velocidad a la que se reduce el superávit comercial. Para 2005 se espera que el saldo de la Balanza Comercial resulte positivo en aproximadamente

⁸ De acuerdo al comunicado que emitió la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, los intereses devengados sobre la deuda pública externa no ingresada al canje no fueron contabilizados en función de que el prospecto presentado para el canje, en el apartado denominado "Risk Factors" o factores de riesgo, se pone de manifiesto como primer factor de riesgo que aquellos títulos elegibles para el canje que no se presenten podrán permanecer impagos indefinidamente. Además se promulgó la Ley N°26.017, que en su artículo 2° manifiesta que "El Poder Ejecutivo Nacional no podrá, respecto a los bonos a que se refiere el artículo 1° de la presente, reabrir el proceso de canje establecido en el Decreto N°1735/04 mencionado".

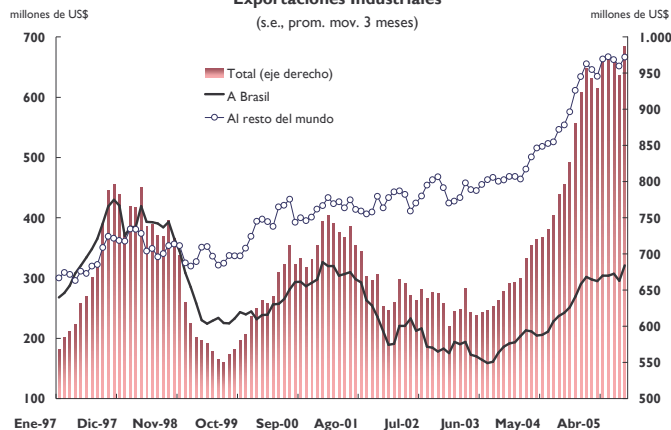
⁹ En el caso de la Balanza Comercial se consideran las importaciones CIF (incluyendo el costo del seguro y fletes) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos FOB.

Gráfico V.5
Exportaciones por Rubros
(s. e., prom. mov. 3 meses)



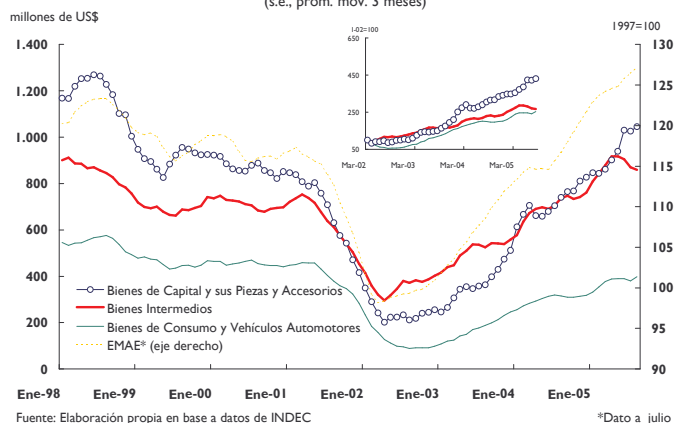
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

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



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico V.7
Importaciones por Uso Económico
(s.e., prom. mov. 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

US\$11.000 millones (6,2% del PIB), un valor muy superior a las expectativas vigentes a principios de año, cuando tanto el consenso de los economistas consultados por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), como el propio BCRA esperaban un superávit en torno a los US\$10.000 millones. La causa de este fenómeno estriba en el notable crecimiento que muestran las exportaciones, muy por encima de lo esperado, que también se observa en el caso de las importaciones (aunque en menor medida). En particular, las exportaciones de bienes acumulan entre enero y agosto un aumento de 16% interanual (i.a.), a raíz del crecimiento de 17% i.a. en las cantidades exportadas. Esta mejora fue impulsada por la cosecha récord de la presente campaña (las exportaciones de Productos Primarios -PP- aumentaron 35% medidas en cantidades) y por el continuo aumento de las ventas de manufacturas (de origen agropecuario e industrial). Pero en forma simultánea se observó una recuperación de los precios de las materias primas más fuerte que la esperada, que potenció el crecimiento de las exportaciones. Si bien los precios promedio de exportación registran una reducción de 1% i.a. durante el período enero-agosto, en lo que va del año aumentaron 9,5% frente al nivel de diciembre de 2004 y recuperaron por completo la reducción evidenciada entre mayo y diciembre del pasado año (ver Gráfico V.1). Por este motivo se revisaron nuevamente las proyecciones de exportaciones para el año y se espera que se ubiquen en un nivel levemente inferior a los US\$40.000 millones, con un crecimiento de 16% i.a., alcanzando así un nuevo récord histórico absoluto.

El aumento de las exportaciones durante el presente año resulta homogéneo entre los rubros de la clasificación, ya que todos exhiben un crecimiento respecto a los niveles de un año atrás. En los casos de los PP y las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) el incremento de los valores exportados se produjo incluso a pesar de los menores precios de exportación, que resultaron 13% i.a. y 10% i.a. inferiores respectivamente. En cambio, las exportaciones de Combustibles y Energía se ven impulsadas por el aumento de la cotización del petróleo crudo y sus derivados (en el año los precios de exportación de este rubro acumulan una mejora de nada menos que 33% i.a.) ya que las cantidades exportadas descendieron 13% i.a.. En el caso de las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) se observó un crecimiento conjunto de los precios (especialmente en el caso de productos intensivos en insumos energéticos en sus procesos de producción tales como caucho, plástico y metales, entre otros) y de las cantidades exportadas, y de esta manera lideran el crecimiento de las exportaciones con un aumento de 31% i.a. en el acumulado del año (ver Gráfico V.6).

Sin embargo, no se espera que las exportaciones MOI continúen creciendo a tasas de dos dígitos, al menos en términos de cantidades. En efecto, las ventas externas de productos industriales se desacelerarían en 2006 a partir de la paulatina reducción que muestra la capacidad instalada disponible en algunas ramas con buen desempeño exportador, tales como metales comunes o productos químicos. Si bien se han difundido proyectos de inversión que podrían aliviar la situación de las industrias con menores niveles de capacidad instalada disponible, impulsados en algunos casos por los mecanismos de estímulo fiscal (ver Sección III y Apartado 1), muchos de ellos recién serían operativos sólo a partir de 2007. El desempeño durante 2006 dependerá en gran medida del crecimiento que podría mostrar la exportación de vehículos automotores, una industria que presenta niveles de

Gráfico V.8
Términos del Intercambio

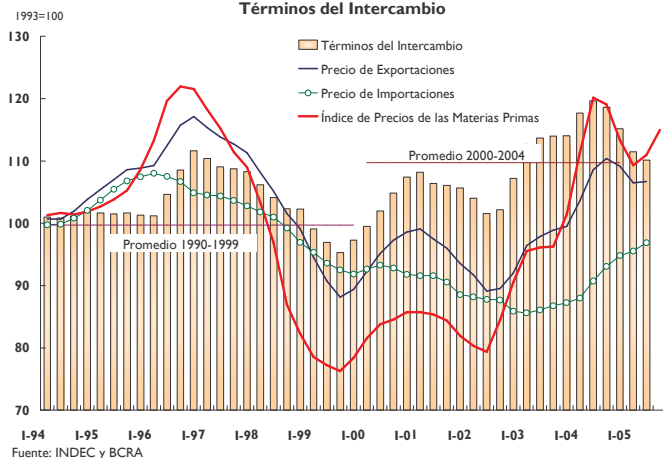
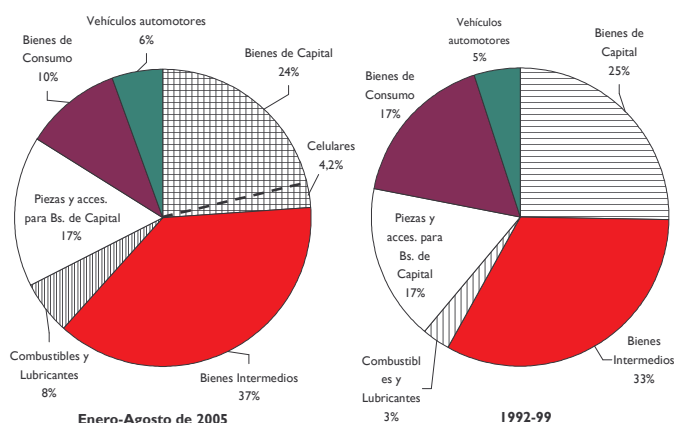


Gráfico V.9
Composición de las Importaciones por Uso Económico



Fuente: INDEC

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

	2003	II-04	III-04	IV-04	2004	I-05	II-05
Cuenta capital y financiera	-3.176	1.203	420	169	1.867	394	1.393
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-2,5	2,9	1,1	0,4	1,2	1,0	2,9
Cuenta capital	70	3	36	0	43	47	4
Cuenta financiera	-3.246	1.200	384	169	1.825	347	1.389
Sector Bancario	-3.001	-804	-676	-1.014	-3.097	-1.814	-1.077
Sector Público no Financiero	4.637	1.335	1.199	1.278	4.946	1.296	-25
Sector Privado no Financiero	-4.882	669	-139	-95	-24	865	2.492
Errores y Omisiones Netos	-902	-405	-301	498	121	445	-244
Variación de Reservas Internacionales	3.581	2.569	719	1.147	5.319	851	2.933
Item de memorando. Financiamiento Involuntario	14.564	2.340	3.651	3.387	14.433	4.234	-271

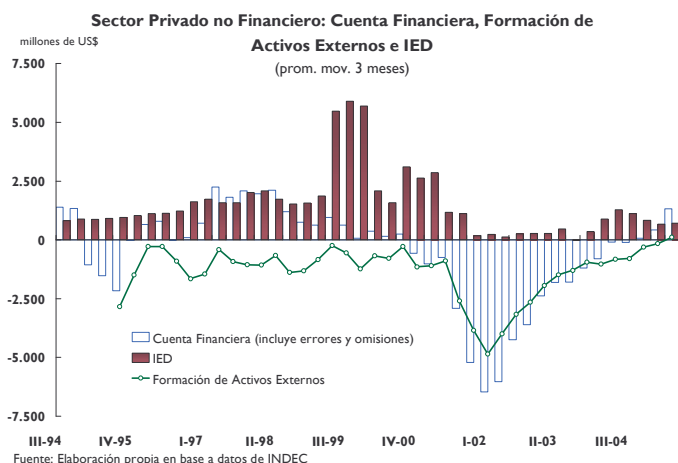
Fuente: INDEC

utilización de la capacidad instalada relativamente bajos y que ha sido a lo largo del corriente año el principal impulsor de las exportaciones industriales, cuando se analizan las cantidades exportadas. Por otro lado, la exportación de PP también se vería afectada por la menor cosecha proyectada, aunque se espera que los precios de las principales materias primas exportadas por el país se mantengan en niveles elevados durante 2006, compensando en parte esta situación. Así, las exportaciones se ubicarían en 2006 en torno a US\$43.500 millones.

Las importaciones siguen creciendo de la mano del mayor nivel de actividad, con un menor aporte de los precios de importación en los últimos meses, luego del aumento registrado en el segundo trimestre del año. Sin embargo, en los primeros ocho meses de 2005 las importaciones de bienes acumulan un incremento de 31% i.a., a partir del aumento de las cantidades importadas (21% i.a.) y de los precios de importación (8% i.a.). El crecimiento de los precios, relacionado en gran medida con el alza del precio del petróleo y de los metales, cobra mayor importancia teniendo en cuenta que a lo largo de la década del 90 exhibieron un descenso casi ininterrumpido y, entre 1990 y 2002, el precio promedio de la canasta de importación cayó 21,5%, a un ritmo de 1,6% anual acumulativo (ver Gráfico V.8). De esta forma, sin contabilizar el impulso dado por los precios de importación, el crecimiento de las importaciones está en línea con las expectativas e implica una elasticidad importaciones-Producto de aproximadamente 2,4, con una fuerte reducción frente a la elasticidad registrada en 2004, que ascendió a 5,2. Así, se proyecta que las importaciones se ubiquen en torno a US\$29.000 millones durante el año en curso. Para 2006, considerando una leve reducción en la elasticidad (a partir de la mayor utilización de la capacidad instalada local) y de una menor incidencia en los precios se proyectan importaciones en torno a US\$33.500 millones.

El crecimiento de las importaciones está impulsado por los Bienes de capital y sus piezas y accesorios, que acumulan un incremento de 37% i.a. y explican 44% del aumento de las importaciones totales en el período enero-agosto. A diferencia de los que sucede con la importación de Bienes intermedios y Combustibles y lubricantes, cuyo crecimiento tiene un importante componente de precios, en el caso de los Bienes de capital y sus piezas y accesorios el aumento está dado exclusivamente por la suba de las cantidades. Este incremento se profundizó durante el tercer trimestre, cuando las cantidades importadas de Bienes de capital exhibieron un alza de 54% i.a. (aproximadamente 42% i.a. sin incluir en el cálculo a los teléfonos celulares). De esta forma, las compras de bienes destinados principalmente a inversión recuperaron su nivel de participación en las importaciones totales, que se acerca ya a los máximos históricos. La contrapartida de este fenómeno es la pérdida de participación de la importación de Bienes de consumo, que actualmente alcanza a sólo 10% del total, con una merma en la participación de 7 p.p. frente al promedio 1992-1999, lo que daría cuenta del avance de la sustitución de importaciones en el caso de estos productos. Durante el tercer trimestre de 2005 las compras de Bienes de consumo continuaron exhibiendo una pobre *performance* creciendo a un ritmo mucho menor al que muestran las compras totales (ver Gráfico V.7).

Gráfico V.10

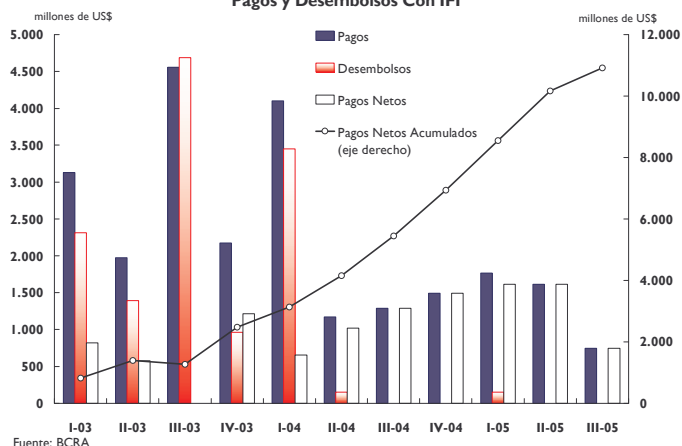
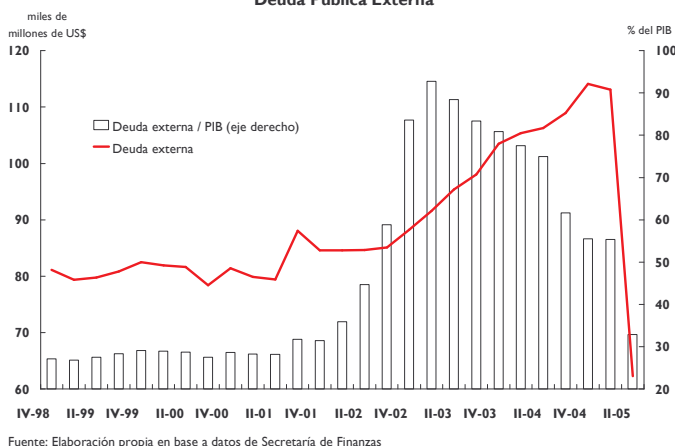


V.3 Cuenta Capital y Financiera

Durante el segundo trimestre de 2005 la Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos registró nuevamente una entrada neta levemente superior a la de un año atrás, aunque con una gran diferencia. Al igual que en el caso de la Cuenta Corriente, a partir de este trimestre se comenzó a reflejar el efecto de la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos y, por lo tanto, no se registró el financiamiento involuntario de atrasos en el pago de amortizaciones e intereses de la deuda en situación irregular. Este monto, que en promedio ascendió a poco más de US\$3.500 millones trimestrales durante 2004, era registrado como una entrada de capitales en la Cuenta Financiera como contrapartida de los vencimientos de capital e intereses, que se reflejaban en la Cuenta Financiera y Corriente respectivamente, debido a la contabilización del Balance de Pagos en base devengado (ver Cuadro V.2).

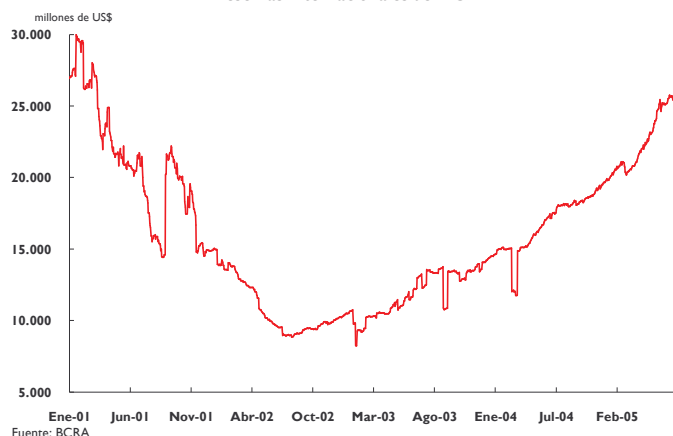
La totalidad del saldo positivo en la Cuenta Capital y Financiera es explicado por el fuerte superávit que mostró la Cuenta Financiera del Sector Privado no Financiero, que ascendió a US\$2.492 millones, con lo que casi cuadruplicó el resultado observado en el segundo trimestre de 2004. Este registro fue provocado por la continua reducción que sigue mostrando la formación neta de activos externos por parte del sector privado, que fue prácticamente nula durante el trimestre. Asimismo, se observó un nuevo aumento de los ingresos por Inversión Extranjera Directa (IED), fuertemente influido por la venta de una empresa nacional a no residentes, que fue parcialmente compensado por las mayores remesas de utilidades y dividendos, que incluso superaron a la devengada, por lo que la reinversión de utilidades resultó negativa. Por último, se redujo sustancialmente la venta de activos financieros internos a no residentes, que durante el trimestre resultaron negativas en US\$39 millones luego de ascender a US\$432 millones durante el primer trimestre. Este fenómeno estaría explicado por las medidas adoptadas tendientes a profundizar el seguimiento y control de los movimientos de capital especulativos de corto plazo (ver Gráfico V.10).

El saldo de la Cuenta Financiera del Sector Público no Financiero (incluye al BCRA) estuvo explicado mayormente por los pagos netos de capital a organismos internacionales (US\$1.110 millones en el segundo trimestre), el pago del cupón del año 2004 de los nuevos títulos emitidos en el canje de la deuda pública en cesación de pagos (que se registra en la Cuenta Financiera como una cancelación de atrasos), y la colocación de títulos por un monto de US\$300 millones a Venezuela (ver Gráfico V.11). La concreción del canje de deuda pública en cesación de pagos se registró en la Cuenta Financiera como una cancelación de los títulos ingresados a la operación y, simultáneamente, como una emisión de los nuevos títulos. El impacto de la reestructuración de la deuda pública en la Cuenta Financiera del Sector Público fue levemente positivo ya que los títulos ingresados al canje fueron contabilizados por el valor de los títulos emitidos (una *proxy* del valor de mercado), por lo que el impacto de la operación sobre el *stock* de deuda externa, que representó una reducción de aproximadamente US\$50.800 millones no se ve reflejada en el Balance de Pagos y sí en la Posición de Inversión Internacional (ver Gráfico V.12). El impacto positivo refleja entonces la liquidación de las garantías de capital asociados con los títulos emitidos en la reestructuración de 1992, compensado

Gráfico V.11
Pagos y Desembolsos Con IFIGráfico V.12
Deuda Pública Externa

parcialmente por el pago del cupón de intereses correspondiente al año 2004 de los nuevos títulos emitidos.

Gráfico V.13
Reservas Internacionales del BCRA



V.4 Reservas Internacionales

En el marco de la política de acumulación de reservas con motivos precautorios, el BCRA continuó aprovechando la coyuntura favorable del sector externo para aumentar el *stock* de activos internacionales, de la misma manera que lo vienen haciendo otros bancos centrales de países emergentes, a fin de disminuir la vulnerabilidad externa del país. A principios de octubre alcanzaron casi US\$26.000 millones, por lo que ya acumulan un aumento de nada menos que US\$17.680 millones respecto al mínimo nivel registrado durante el mes de enero de 2003. En particular en los últimos 12 meses el incremento fue de US\$7.390 millones (ver Gráfico V.13 y Apartado 3).

VI. FINANZAS PÚBLICAS

VI.1 Síntesis

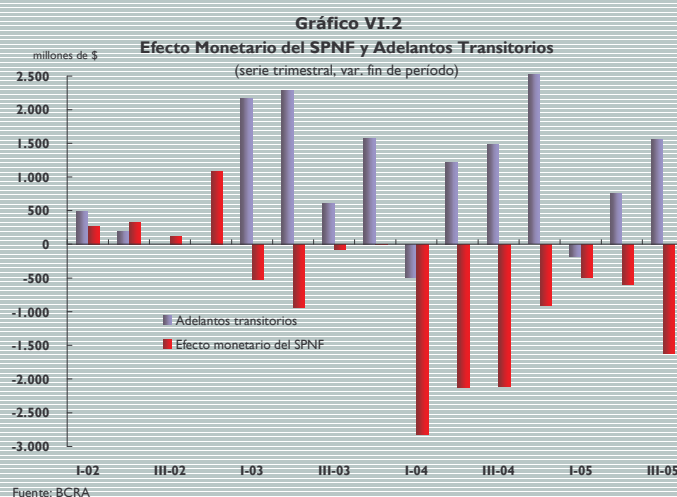
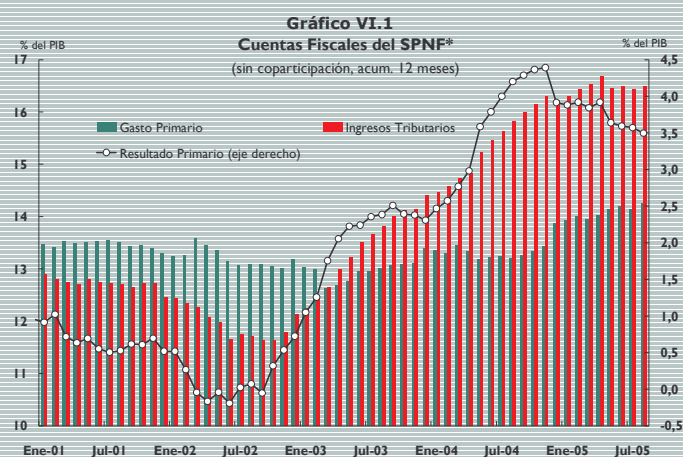
Las finanzas públicas nacionales continuaron evolucionando favorablemente en el tercer trimestre de 2005. Los ingresos tributarios registraron un nuevo récord histórico y permitieron al Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) alcanzar un elevado superávit primario, a pesar de que el gasto primario siguió aumentando a tasas elevadas. De acuerdo a lo observado hasta el momento, el superávit primario del SPNF en 2005 se ubicaría en línea con la estimación del Proyecto de Presupuesto Nacional 2006 (3,5% del PIB).

La recaudación impositiva continuó aumentando, aunque en los últimos meses su participación en el Producto se mantuvo prácticamente estable. En el tercer trimestre los ingresos tributarios crecieron 20% en términos interanuales (i.a.), impulsados básicamente por los impuestos tradicionales como Ganancias e IVA, aunque también contribuyeron positivamente otros tributos como los Derechos de Exportación y el Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB).

La evolución del gasto en los últimos meses respondió en parte a las medidas adoptadas por el Gobierno tendientes a recomponer los ingresos de los empleados públicos y jubilados, que fueron beneficiados por el incremento del haber mínimo en julio y septiembre. Por su parte, también siguieron aumentando las transferencias a provincias. Así, el gasto primario nacional en los últimos doce meses alcanzó 20% del PIB.

El superávit primario permitió al Gobierno Nacional cubrir todos los pagos de intereses y saldar parte de las amortizaciones de capital. El resto de los vencimientos fueron atendidos mediante la colocación de nueva deuda en el marco del Programa de Emisión de Deuda 2005, la utilización de depósitos públicos y el uso de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA, dentro de los límites previstos en su Carta Orgánica. El financiamiento del Tesoro no generaría incertidumbre en lo que resta del año y el Sector Público seguiría sin ser factor de expansión de la Base Monetaria Amplia (BMA).

Sobre la base de un escenario macroeconómico prudente y que se encuentra en línea con las estimaciones del mercado, el Proyecto de Presupuesto Nacional 2006 prevé un superávit primario de 3,3% del PIB para el año próximo. El Gobierno obtendría así los recursos necesarios para afrontar el pago de intereses de la deuda y parte de las amortizaciones de capital. Con todo, el principal factor de incertidumbre en 2006 desde la perspectiva fiscal se relaciona con la composición y no con la cobertura del financiamiento del Tesoro.



VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

Ingresos

De acuerdo a lo previsto, las finanzas públicas nacionales continuaron evolucionando favorablemente en el tercer trimestre de 2005. La recaudación impositiva siguió aumentando, pero su participación en el Producto se ha mantenido prácticamente estable en los últimos meses.

El crecimiento de los ingresos tributarios en el tercer trimestre, que alcanzó 20% interanual (i.a.), se explicó fundamentalmente por el incremento en la recaudación de impuestos tradicionales (IVA, Ganancias y Contribuciones a la Seguridad Social), aunque también aumentaron considerablemente los tributos no tradicionales (Derechos de Exportación e Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias –ICDCB–). Así, durante 2005 siguieron ganando terreno los impuestos tradicionales por sobre los no tradicionales (ver Gráfico VI.3).

El buen desempeño general del IVA respondió fundamentalmente al crecimiento de la actividad económica, el aumento de los precios y a la mejora en el cumplimiento tributario. Así, la recaudación acumulada del IVA en los últimos 12 meses sumó 7,5% del PIB. Los ingresos por IVA DGI, que aumentaron 15,7% i.a. en el tercer trimestre, representan 4,5% del PIB, en tanto que IVA DGA subió 18,6% i.a. y alcanzó 3% del PIB. El IVA DGA continúa impulsando fuertemente la recaudación total del IVA, debido al persistente incremento en las importaciones. En este escenario, los ingresos aduaneros continuaron ganando participación en la recaudación total del IVA en detrimento de los ingresos de la DGI. En total, la recaudación del IVA representó 32,2% de los ingresos tributarios totales del trimestre.

La recaudación del Impuesto a las Ganancias creció 30,2% i.a. en el tercer trimestre, representando 21,1% de la recaudación total del período (ver Gráfico VI.4). La recaudación acumulada de este tributo en los últimos 12 meses ascendió a 5,1% del PIB.

Las contribuciones a la Seguridad Social mantuvieron la tendencia creciente de trimestres anteriores, observándose en el lapso julio-septiembre un incremento de 22,9% i.a.. El alza de estos ingresos se da en el marco de un aumento en la masa salarial formal (en el trimestre se negociaron subas de salarios en diversos sectores de la actividad privada y pública), una mejor fiscalización y un incremento del tope salarial sujeto a contribuciones (ver Gráfico VI.5).

Por su parte, los tributos asociados al comercio exterior continuaron exhibiendo buenos resultados, acompañando el incremento del flujo comercial del país. En particular, los Derechos de Exportación aumentaron 21,3% i.a., en un marco de altos precios internacionales de los principales productos gravados (ver Sección II). También impactó positivamente el hecho de que este año se registraron importantes exportaciones de soja en agosto, cuando generalmente la mayor parte de los envíos se registran en junio y julio. En este contexto y teniendo en cuenta que las alícuotas se ubican en los máximos estipulados por la Ley, la tasa implícita¹⁰ se

Gráfico VI.3

Composición de la Recaudación Tributaria Nacional

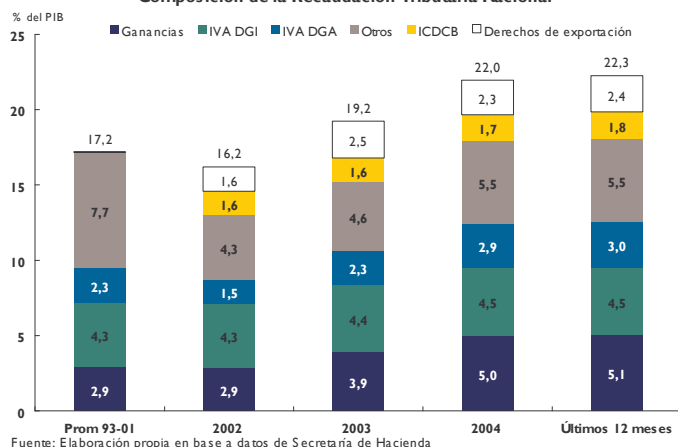
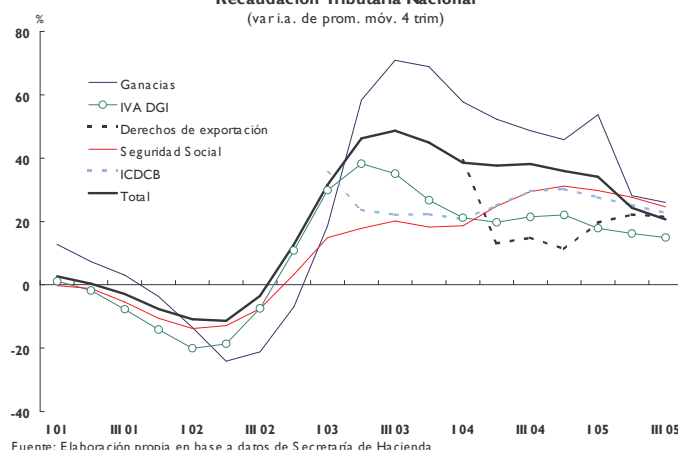


Gráfico VI.4

Recaudación Tributaria Nacional
(var.i.a. de prom. mov. 4 trim)



¹⁰ Cociente entre la recaudación por Derechos de Exportación y las exportaciones totales de Argentina.

mantuvo elevada en los últimos meses. En tanto, la recaudación por tributos a las importaciones subió 17% i.a. dado el crecimiento de las compras al exterior, en un marco de vigorosa expansión económica. Así, los impuestos al comercio exterior representaron 14,5% de los ingresos tributarios totales del trimestre.

Los ingresos por el ICDCB siguieron subiendo considerablemente en términos interanuales, reflejando la mejora de la actividad de intermediación financiera, aunque en términos del PIB se mantuvo estable en torno a los valores de 2004. En el tercer trimestre la recaudación diaria mostró un incremento con respecto a los tres meses anteriores y alcanzó un máximo trimestral de \$37,3 millones diarios. De esta forma, los ingresos por ICDCB aumentaron 21,7% i.a. durante el tercer trimestre luego de que la recaudación mensual alcanzara en septiembre un récord histórico de \$815 millones.

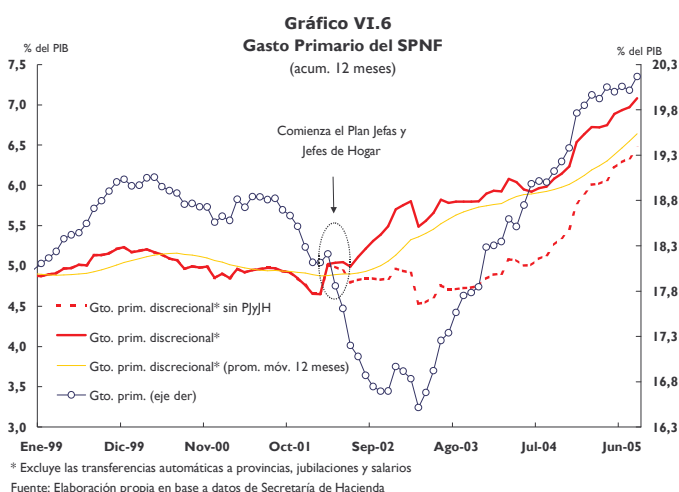
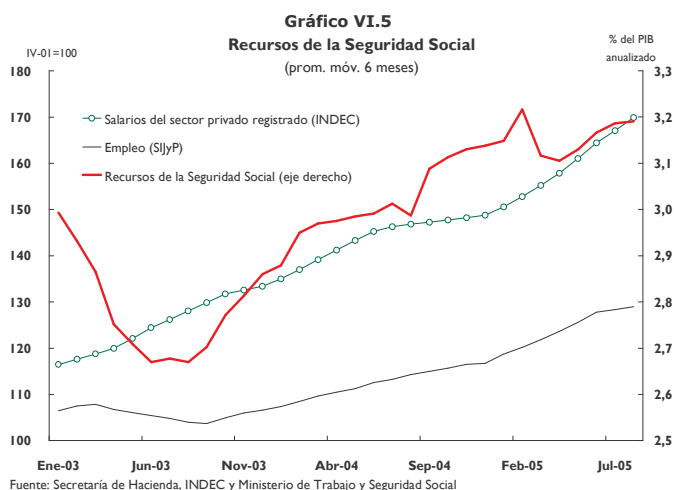
Teniendo en cuenta el desempeño positivo de los ingresos tributarios en los últimos meses y la evolución prevista de la actividad económica y los precios, se espera que en el cuarto trimestre la recaudación continúe creciendo marcadamente y que la presión tributaria en todo 2005 se ubique en torno a 22,5% del PIB. En particular, considerando la menor base de comparación por la postergación del pago de parte del Impuesto a las Ganancias decidida por el Gobierno en diciembre de 2004, en el último trimestre del año los ingresos tributarios exhibirían un crecimiento interanual superior al de meses previos¹¹.

Gasto y Resultado

El gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) continuó creciendo marcadamente y su participación en el Producto siguió subiendo durante el último trimestre (ver Gráfico VI.6). De esta forma, en los últimos doce meses el gasto primario alcanzó 20% del PIB.

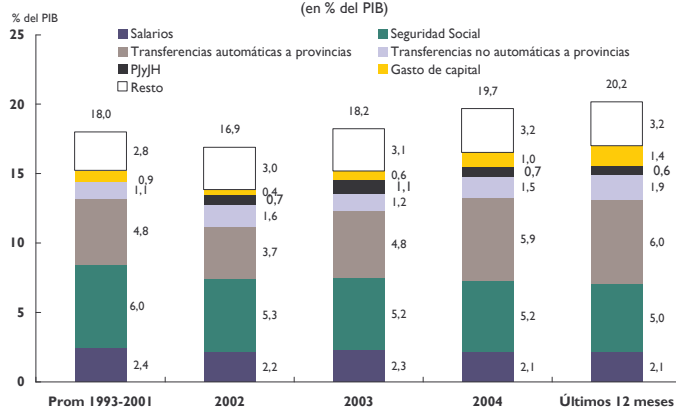
La evolución del gasto en el tercer trimestre respondió, entre otros aspectos, a las medidas adoptadas por el Gobierno tendientes a recomponer los ingresos de los jubilados y de los empleados del sector público, en el marco de la celebración de negociaciones colectivas en la Administración Pública Nacional. En efecto, impulsado por los aumentos del haber mínimo decididos en el trimestre, las mayores erogaciones en jubilaciones y pensiones explicaron, en parte, el alza del gasto primario en el margen. En particular, el Gobierno dispuso a partir de septiembre un incremento de la jubilación mínima hasta \$390 mensuales, que beneficiaría en total a aproximadamente 2,5 millones de personas. El incremento implementado es de carácter no remunerativo y también se aplica a quienes perciben el subsidio socio-sanitario de \$30 del Programa de Atención Médica Integral (PAMI). De acuerdo con estimaciones oficiales, el costo total de la medida adoptada por el Gobierno ascendería a aproximadamente \$1.000 millones anuales.

También se elevaron marcadamente las transferencias a provincias y al sector privado (ver Gráfico VI.7). Al igual que en meses anteriores, entre las transferencias a provincias, las no automáticas son las que presentaron un aumento superior, con un mayor sesgo hacia los gastos de capital. Así, el gasto primario habría exhibido



¹¹ Esto, considerando que el Gobierno no decida a fin de año postergar nuevamente parte de los pagos del Impuesto a las Ganancias.

Gráfico VI.7
Composición del Gasto Primario del SPNF
(en % del PIB)



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

en el tercer trimestre un aumento en torno a 24% i.a., principalmente impulsado por las transferencias a provincias y por el aumento de las jubilaciones. Por su parte, las transferencias al sector privado también se elevaron considerablemente, aún cuando continúa verificándose una importante caída en los recursos destinados al Plan Jefas y Jefes de Hogar (PJyJH). De esta forma, el aumento de las transferencias se explicaría principalmente por los subsidios para la compra de *fuel oil* y en parte por la suba en los subsidios al transporte urbano de pasajeros.

Además, se anunció en el trimestre que a partir de septiembre se modificaron las escalas y el tope salarial sobre el que se pagan las asignaciones familiares, incorporando como límite superior a los trabajadores que ganen hasta \$2.600 mensuales, cuando el tope anterior era de \$2.025. El incremento representaría un costo mensual adicional de \$25 millones, determinando una erogación en 2005 de \$100 millones (\$300 millones anuales). La medida involucra a 1,7 millones de asalariados, beneficiarios del seguro de desempleo, de la Ley de Riesgos de Trabajo y jubilados que perciben salarios familiares.

Con todo, en el tercer trimestre el superávit primario del SPNF habría superado levemente el observado en igual período de 2004, dado que el fuerte incremento de la recaudación fue parcialmente compensado por el aumento de las erogaciones. Además, entre enero y agosto el SPNF acumuló un superávit primario equivalente a la pauta para todo el año incluida en el Presupuesto Nacional 2005 y en línea a la estimación del Proyecto de Presupuesto Nacional 2006 (PP-06)¹². Teniendo en cuenta el fuerte incremento de los ingresos tributarios, 2005 podría finalizar con un superávit primario superior a 3,5% del PIB. Sin embargo, el resultado final estaría influido por las medidas que adopte el Gobierno hasta fin de año. Se espera que en 2006 los ingresos tributarios registren un crecimiento algo menor que este año, en línea con el menor dinamismo proyectado para la actividad económica y que el gasto primario se mantenga prácticamente estable en términos del Producto. De esta forma, se estima que en 2006 el SPNF puede registrar un superávit primario de aproximadamente 3,4% del PIB, en línea con lo previsto en el PP-06.

Cuadro VI.1
Principales Vencimientos de Deuda Pública Nacional*
(millones de \$)

Vencimiento	Oct-05	Nov-05	Dic-05	IV-05
Intereses	399	603	958	1.960
IFI	176	467	176	819
FMI	0	354	0	354
BIRF	145	75	16	236
BID	31	38	160	229
Boden	96	10	10	116
PGN	127	126	125	378
Reestructuración	0	0	647	647
Amortizaciones	933	1.355	2.164	4.453
IFI	774	800	1.781	3.355
FMI	413	413	1.363	2.189
BIRF	284	319	77	680
BID	77	68	341	486
Boden	89	89	89	267
PGN	70	466	294	830
TOTAL	1.332	1.958	3.123	6.413

* Excluye Bogar

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

Al igual que en la primera parte del año, el superávit primario le permitió al Gobierno Nacional atender todos los pagos de intereses de la deuda, así como cubrir parte de las amortizaciones de capital. El resto de los pagos de capital fueron cancelados con la utilización de depósitos públicos, Adelantos Transitorios (AT) y las nuevas emisiones de Boden realizadas hasta octubre. Durante el tercer trimestre, el otorgamiento de AT se mantuvo en línea con lo establecido por la Carta Orgánica del BCRA y el Sector Público continuó sin ser un factor de expansión de la Base Monetaria Amplia (BMA).

En el marco del Programa de Emisión de Deuda 2005, en el tercer trimestre el Gobierno Nacional colocó Boden 2014 en pesos por un monto nominal de \$2.000 millones (aproximadamente \$1.730 millones en valor efectivo) con una tasa promedio de 5,35% más CER, mostrando una importante caída en relación con la tasa de interés de la emisión de mayo (6,51% más CER). También se colocaron Boden 2012 en dólares por un monto nominal total que

¹² En realidad, la comparación no es estrictamente correcta dado que la estimación incluida en el Presupuesto Nacional es en base devengado, mientras que el dato que aquí se comenta es en base caja.

Cuadro VI.2
Proyecciones Macroeconómicas: PP-06

	2004	2005		2006	
		PP-06	REM*	PP-06	REM*
PIB Nominal; en billones de \$	447,6	525,3	522,3	594,0	589,0
PIB; var. % real	9,0	7,3	7,5	4,0	5,0
PIB; var. % precios implícitos	9,2	9,4	8,5	8,7	7,4
Consumo; var. % real	8,3	6,4	6,3	3,5	4,7
Inversión; var. % real	34,4	18,0	16,5	7,9	10,7
Exportaciones; var. % real (en \$)	8,1	14,0	-	4,2	-
var. % precios implícitos	11,4	-1,4	-	4,5	-
Importaciones; var. % real (en \$)	40,1	19,0	-	10,2	-
var. % precios implícitos	8,7	4,0	-	2,0	-
Inflación ¹ ; var. %	5,7	10,6	10,8	8,6	9,3
Tipo de Cambio ² ; \$/US\$	2,94	2,90	2,93	2,97	2,98

(1) Se informa la var. punta a punta entre el promedio del IV trim de cada año y en el caso del REM es la variación diciembre-diciembre

(2) En el caso del PP-06 y 2004 se informa el promedio anual y en el caso del REM se refiere al 31 de diciembre

*Encuesta del 14-09-05

Fuente: Proyecto de Presupuesto Nacional 2006 y BCRA

fue algo superior a US\$1.000 millones (aproximadamente \$880 millones en valor efectivo). Por su parte, para no convalidar rendimientos que no estuvieran en línea con la situación del mercado internacional, el Gobierno Nacional declaró desierto una licitación de US\$725 millones en Boden 2015 en dólares, realizada a mediados de septiembre. Por último, a fin del tercer trimestre, mediante una resolución conjunta de las Secretarías de Finanzas y Hacienda¹³, se decidió ampliar la emisión de Boden 2012 en dólares por un monto de US\$196 millones, suscriptos en forma directa y a precios de mercado. Adicionalmente, durante los próximos meses el Gobierno podría realizar nuevas colocaciones de bonos en dólares. Con todo, las nuevas emisiones de deuda disminuyeron considerablemente la incertidumbre respecto al financiamiento del Tesoro en 2005. En los próximos meses, las mayores necesidades financieras se concentrarán en diciembre, cuando además el resultado primario es estacionalmente bajo, pero igual se prevé que el Tesoro no tendrá problemas para cerrar el financiamiento del último trimestre (ver Cuadro VI.1).

Para 2006, la mayor incertidumbre desde la perspectiva fiscal se relaciona con la composición y no con la cobertura del financiamiento del Tesoro, en un marco donde la postergación de la tercera revisión del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) todavía limita el ingreso de fondos de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI). Además, la evolución de las tasas de interés internacionales y la probabilidad de que se acelere (o prolongue) el ciclo alcista de los *Fed Funds* en Estados Unidos podría generar un riesgo adicional respecto al financiamiento del año próximo, considerando que el Gobierno realizaría emisiones en los mercados voluntarios de deuda. Sin embargo, el impacto directo es todavía reducido teniendo en cuenta las perspectivas de las cuentas públicas y las relativamente bajas necesidades de financiamiento.

VI.3 Proyecto de Presupuesto Nacional 2006

El PP-06 contempla, en líneas generales, un escenario macroeconómico prudente y que está de acuerdo con las previsiones del mercado (ver Cuadro VI.2). En particular, al igual que el año pasado, existe un riesgo positivo en las proyecciones del PP-06 en el sentido que en caso que el crecimiento económico sea mayor al estimado, el superávit primario podría incrementarse y liberar más recursos para el financiamiento del Tesoro.

Las estimaciones de ingresos para 2006 se realizaron manteniendo la estructura impositiva vigente durante este año y además incluyen los gastos tributarios previstos. En este marco, no se esperan variaciones considerables en la presión tributaria y sólo se registraría una suba en el caso de las Contribuciones a la Seguridad Social, que estaría determinada por la continua mejora en la masa salarial formal. Los ingresos 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 con el comercio exterior (ver Cuadro VI.3). Por lo tanto, la presión tributaria se ubicaría en 22,4% del PIB en 2006, levemente por debajo de la presión prevista para este año, destacándose el descenso de la recaudación del Impuesto a las Ganancias.

Cuadro VI.3
Ingresos del SPNF: PP-06

	2005		2006		Variación		Contribución ** (%)
	millones de \$	% del PIB	millones de \$	% del PIB	%	% del PIB	
Recaudación Impositiva (1)	101.114	19,2	112.420	18,9	11,2	-0,3	
Ganancias	27.179	5,2	29.752	5,0	9,5	-0,2	22,8
Bienes Personales	1.788	0,3	1.927	0,3	7,7	0,0	1,2
IVA neto de reembolsos	34.302	6,5	38.270	6,4	11,6	-0,1	35,1
Impuestos Internos	3.611	0,7	3.921	0,7	8,6	0,0	2,7
Ganancia Mínima Presunta	1.067	0,2	1.029	0,2	-3,6	0,0	-0,3
Derechos de Importación	3.634	0,7	4.316	0,7	18,8	0,0	6,0
Derechos de Exportación	12.992	2,5	14.984	2,5	15,3	0,0	17,6
Combustibles	5.220	1,0	5.550	0,9	6,3	-0,1	2,9
Créditos y Débitos Bancarios	9.286	1,8	10.414	1,8	12,2	0,0	10,0
Otros Impuestos	2.036	0,4	2.259	0,4	10,9	0,0	2,0
Contribuciones (2)	17.533	3,4	20.729	3,3	15,6	0,1	
Tributarios (3=1+2)	118.647	22,7	133.148	22,4	11,8	-0,2	
No Tributarios (4)	6.703	1,3	7.334	1,2	9,4	0,0	
Transferencias del BCRA	950	0,2	1.150	0,2	21,1	0,0	
TOTAL (3+4)	125.750	23,9	140.483	23,7	11,7	-0,3	

(*) Incluye Tasa de Estadística, Radiodifusión, Monotributo Impositivo, Energía Eléctrica y Adicional de Cigarrillos

(**) Incluye Rentas de la Propiedad, Recursos de Capital y otros

(***) Contribución al incremento de la Recaudación Impositiva

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Proyecto de Presupuesto Nacional 2006

¹³ Ver Resolución Conjunta 95/2005 y 260/2005.

Cuadro VI.4
Gastos Totales del SPNF: PP 06

	2005		2006		Variación		Contribución* (%)
	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	%	Nominal	
Gasto primario	107.424	20,4	121.134	20,4	12,8	13.710	
Sueldos	11.420	2,2	13.021	2,2	14,0	1.600	11,7
Bienes y Servicios	5.156	1,0	5.681	1,0	10,2	526	3,8
Jubilaciones	25.495	4,9	28.768	4,8	12,8	3.273	23,9
Transf. Sector Privado	12.483	2,4	13.574	2,3	8,7	1.091	8,0
Familias	7.937	1,5	8.462	1,4	6,6	525	
Ply/JH	3.141	0,6	2.652	0,4	-15,6	-489	
Empresas	1.371	0,3	1.322	0,2	-3,5	-48	
PAMI	3.175	0,6	3.790	0,6	19,4	615	
Transf. Ctes. a Provincias	36.883	7,0	40.235	6,8	9,1	3.352	24,4
Transferencias Automáticas	27.519	5,2	30.321	5,1	10,2	2.801	
Otras	9.363	1,8	9.914	1,7	5,9	550	
Universidades	2.876	0,5	3.167	0,5	10,1	292	2,1
Gastos de Capital	9.975	1,9	13.517	2,3	35,5	3.541	25,8
Otros	3.137	0,6	3.171	0,5	1,1	34	0,3
Intereses	10.907	2,1	11.161	1,9	2,3	254	
Gasto total	118.331	22,5	132.295	22,3	11,8	13.964	

* Contribución al incremento del Gasto Primario

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Proyecto de Presupuesto Nacional 2006

De acuerdo al PP-06, se proyecta que el gasto del SPNF por todo concepto alcance \$132.295 millones (22,3% del PIB) en 2006, que determinaría una caída en términos del Producto respecto al corriente año, explicada por el descenso en los intereses en términos del PIB tras los pagos extraordinarios realizados en 2005¹⁴. Por su parte, el gasto primario se mantendría constante en términos del Producto (ver Cuadro VI.4).

Como en los últimos años, el PP-06 incluye una partida para “gastos prioritarios”, entre cuyas modificaciones se destaca la inclusión de un nuevo sector “Educación, Ciencia y Técnica”, dado que uno de los objetivos del Gobierno es que en los próximos cinco años el gasto en educación alcance 6% del PIB¹⁵.

De acuerdo a las estimaciones de recursos y gastos contempladas en el PP-06, el resultado primario del SPNF se ubicaría en \$19.349 millones (3,3% del PIB) en 2006, en tanto que el financiero, alcanzaría \$8.188 millones (1,4% del PIB) previéndose pagos de intereses por \$11.161 millones. Las cifras del superávit primario muestran un descenso frente al esperado para el corriente año (3,5% del PIB), fundamentalmente por los menores ingresos en términos del Producto, ya que el gasto primario, como se mencionó, se mantendría constante en 20,4% del PIB (ver Cuadro VI.5).

Las previsiones de financiamiento para el próximo año suponen el refinanciamiento parcial de los vencimientos de capital con las IFI, que obedecería a que el Gobierno Nacional no prevé reprogramar el total de las amortizaciones. Adicionalmente, se contempla que el BCRA provea asistencia neta al Gobierno Nacional mediante AT por \$2.318 millones, dentro de los límites que fija la Carta Orgánica de esta institución.

Deuda Pública y Sector Público Provincial

En línea con la información anticipada en junio pasado tras la finalización del proceso de reestructuración de la deuda, se espera que el *stock* de la Deuda Pública Nacional (DPN) al 30 de junio de 2005 se ubique en torno a US\$126.000 millones. Incluyendo los *holdouts* (deuda que no fue presentada en el canje), la reestructuración generó una reducción de los pasivos del Gobierno Nacional cercana a US\$64.000 millones¹⁶. Además, el canje implicó cambios importantes en la composición de la DPN por moneda, produciendo un incremento de la deuda denominada en pesos, y también provocó una importante caída de la tasa de interés promedio ponderada total.

En línea con la evolución del último trimestre del año pasado, se estima que el superávit primario del Sector Público Provincial (SPP) habría seguido reduciéndose en términos interanuales en la primera parte de 2005¹⁷, en un marco de importante incremento del gasto primario. De esta forma, las finanzas públicas consolidadas de la Nación y las provincias exhibirían este año un superávit primario algo superior a 4% del PIB, inferior al registrado en 2004 (5,2% del PIB), pero todavía muy elevado en términos históricos.

Cuadro VI.5
Resultado del SPNF: PP-06

	2005		2006		Variación	
	Mill. Pesos	% del PIB	Mill. Pesos	% del PIB	Nominal	en %
Recursos Totales	125.750	23,9	140.483	23,7	14.733	11,7
Gasto Primario	107.424	20,4	121.134	20,4	13.710	12,8
Resultado Primario	18.326	3,5	19.349	3,3	1.023	5,6
Intereses	10.907	2,1	11.161	1,9	254	2,3
Resultado Financiero	7.420	1,4	8.188	1,4	769	10,4

Fuente: Proyecto de Presupuesto Nacional 2006

¹⁴ Con la finalización del proceso de canje de deuda se realizó el pago de los intereses devengados de los nuevos títulos entre el 31 de diciembre de 2003 y el 31 de marzo de 2005.

¹⁵ En este sentido el Poder Ejecutivo Nacional presentó ante el Congreso el Proyecto de Ley de Financiamiento Educativo.

¹⁶ Ver Nota al Pie N° 8, Sección V.

¹⁷ Al cierre estadístico del **Informe de Inflación** no se habían publicado datos del Sector Público Provincial de 2005.

VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

VII.1 Síntesis

En septiembre, por noveno trimestre consecutivo, el BCRA cumplió con las metas previstas en el Programa Monetario. La Base Monetaria Amplia (BMA) se ubicó en \$53.229 millones, \$750 millones por debajo del límite superior. En el transcurso del año registró un incremento nominal de 5,1%, y en términos reales presentó un descenso de 3,5%, lo que se encuentra en línea con el cambio en el sesgo de la política monetaria seguida por el BCRA que, desde principios de año, redujo el estímulo monetario.

El BCRA continuó con la política prudencial de acumulación de reservas internacionales, cuyo efecto expansivo sobre la BMA fue contrarrestado por las colocaciones de títulos en el mercado primario, la concertación de pases y el cobro de los redescuentos que habían sido otorgados durante la crisis de 2001.

Las tasas de interés continuaron mostrando un aumento durante el trimestre, aunque menor al evidenciado en la primera mitad del año, y ya acumulan un incremento de algo más de 300 puntos básicos (p.b.) en lo que va del año. El BCRA cambió la estrategia de colocación de las especies de mayor duración, y desde fines de julio se dejaron de licitar instrumentos ajustables por CER. En el mercado de pases se mantuvieron las tasas de interés en los niveles vigentes a fines del segundo trimestre, dejando en 4,25%-5,25% el corredor de tasas de interés a 7 días de plazo y en 3,75% la tasa de interés de pases pasivos a 1 día de plazo.

Los medios de pago (M2) redujeron gradualmente su ritmo de crecimiento, convergiendo paulatinamente a la tasa de incremento del agregado monetario más amplio (M3), que se encuentra en torno a 20% interanual (i.a.). Este último registró un alza trimestral de 4,4%, que resultó 1 punto porcentual (p.p.) inferior al del trimestre anterior.

Los préstamos en pesos al sector privado crecieron alrededor de \$3.000 millones (7,8%) en el tercer trimestre, acumulando un aumento de \$9.000 millones (28,8%) respecto a un año atrás. El stock de préstamos representa actualmente 9,1% del PIB, 1,9 puntos porcentuales (p.p.) superior al mínimo registrado en marzo de 2004 y 0,2 p.p. superior al trimestre pasado. Es destacable que el crecimiento de los préstamos es actualmente generalizado a todas las líneas, desde los adelantos a corto plazo, hasta los hipotecarios de largo plazo.

De acuerdo al Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), luego de apreciarse respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales en junio y julio, el peso revirtió esta tendencia y se depreció tanto en agosto como en septiembre, acumulando una depreciación de 1,7% en el trimestre y de 0,6% en los últimos 12 meses.

Gráfico VII.1
Factores de Explicación de la BMA
(en promedio, tercer trimestre 2005)

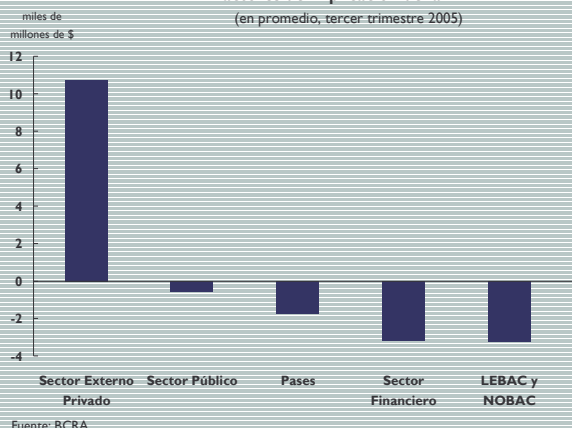
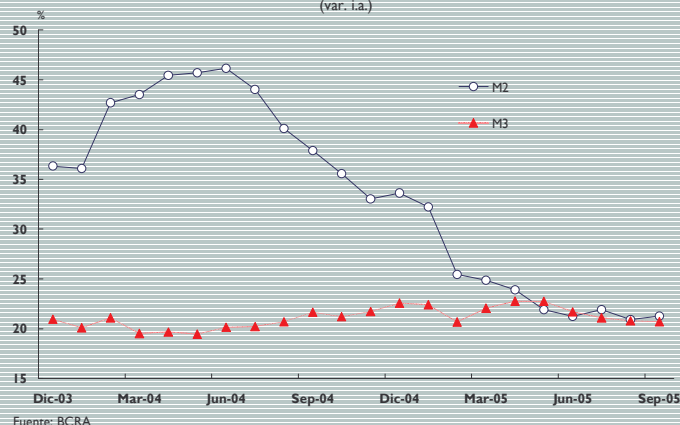


Gráfico VII.2
Agregados Monetarios en Pesos
(var. i.a.)



VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

Por noveno trimestre consecutivo el promedio de la Base Monetaria Amplia (BMA) finalizó dentro de las bandas previstas en el Programa Monetario. En septiembre se ubicó en \$53.229 millones, \$750 millones por debajo del límite superior, y acumula un incremento nominal de 5,1% respecto a diciembre del año anterior, en tanto que en términos reales presentó un descenso del 3,5% (ver Gráfico VII.3).

Durante el tercer trimestre de 2005 el BCRA continuó con la política prudencial de acumulación de reservas internacionales, cuyo efecto expansivo sobre la BMA fue contrarrestado por las colocaciones de títulos en el mercado primario, la concertación de pases y el cobro de los redescuentos que habían sido otorgados durante la crisis de 2001.

Como ocurrió en el trimestre anterior, la colocación de LEBAC y NOBAC fue el principal factor de contracción monetaria, que en este período generó una disminución de la BMA de \$3.227 millones (ver Gráfico VII.1). Adicionalmente, las entidades continuaron cancelando las cuotas previstas en el esquema de pago de redescuentos, conocido como “*matching*” y en algunos casos cancelaron de manera anticipada sus deudas con el BCRA. Este último factor adquirió mayor importancia en el tercer trimestre, con lo que la disminución de BMA vinculada a la cancelación de asistencias por iliquidez ascendió a \$3.189 millones. Por otra parte, a partir de agosto se habilitó una nueva modalidad para que los bancos mejoren el manejo de su liquidez a través del mercado de pases, dándoles la posibilidad de que informen diariamente el saldo de cuentas corrientes en pesos que desean mantener al final de cada día y, en caso de que el monto registrado exceda el deseado, el BCRA le realiza un pase por 1 día por el excedente. También, a partir de ese mes, los fondos comunes de inversión de *money market* pasaron a constituir sus márgenes de liquidez en el BCRA y con los fondos allí mantenidos pueden concertar pases con esta institución. Ambos tipos de operaciones de pases sumados a las modalidades anteriormente vigentes, implicaron en conjunto una reducción de la BMA de \$1.766 millones. Por su parte, las operaciones del sector público también ocasionaron una reducción de la BMA, debido a que en el trimestre el Gobierno realizó pagos en divisas con fondos que previamente tenía depositados en pesos en bancos locales.

El sostenido interés manifestado por las entidades en los títulos del BCRA redundó en una concentración de la liquidez bancaria mantenida por las entidades financieras en tenencias de LEBAC y NOBAC. Específicamente, en el tercer trimestre los bancos mantuvieron más de 18% de sus depósitos en títulos del BCRA, 2 puntos porcentuales (p.p.) más que en el trimestre anterior y 7 p.p. por encima de diciembre de 2004. Por el contrario, la liquidez mantenida en reservas bancarias (tanto en efectivo en las entidades como en las cuentas a la vista abiertas en el BCRA) se redujo a 13,4% de los depósitos, 1,5 p.p. menos que el segundo trimestre del año y casi 5 p.p. inferior respecto a fin de 2004. Por su parte, la concertación de pases pasivos con el BCRA se mantuvo relativamente constante en torno a 5% de los depósitos (ver Gráfico VII.5). De esta manera, el ratio de liquidez bancaria fue de 36,5% de los depósitos si se incluyen como fondos líquidos las tenencias de títulos del BCRA y de 18,3% si se las excluye.

Gráfico VII.3

Base Monetaria Amplia y Programa Monetario 2005

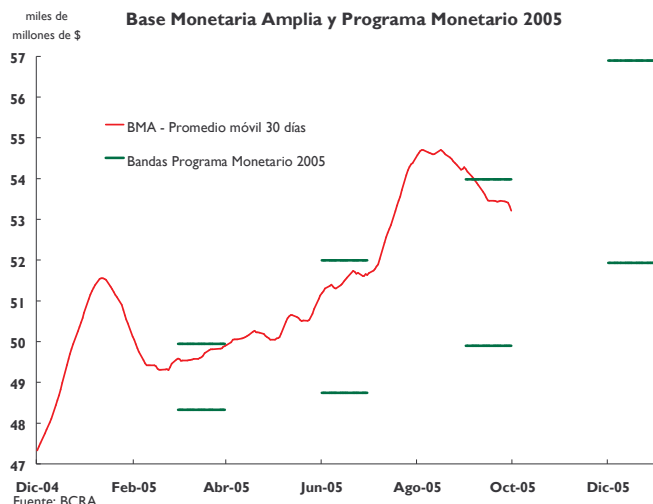


Gráfico VII.4

Colocación de LEBAC de largo plazo
(12 meses y más)

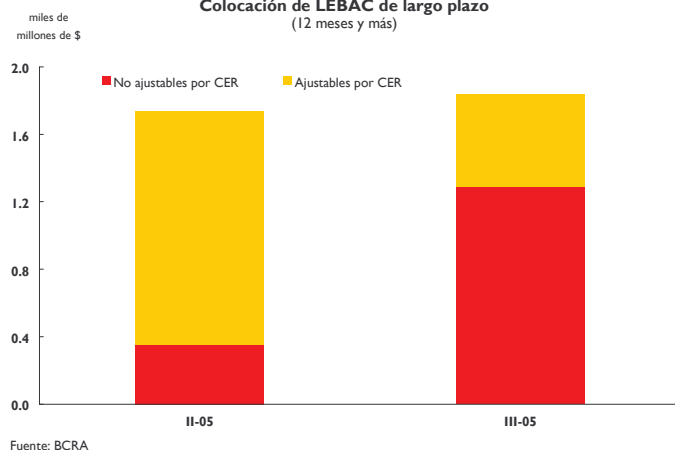
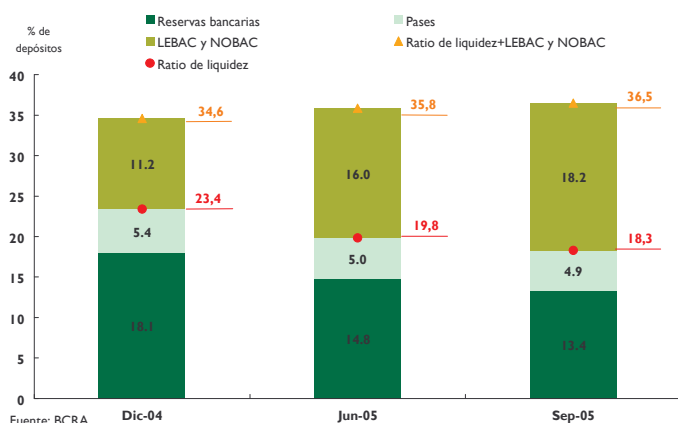


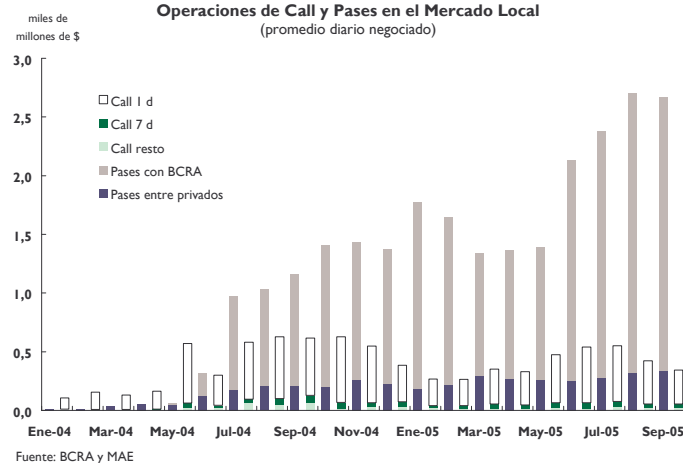
Gráfico VII.5
Liquidez Bancaria



La menor liquidez mantenida en la forma de reservas bancarias se tradujo en una posición de efectivo mínimo en pesos prácticamente neutra. Cabe mencionar que en julio el BCRA dispuso una baja de 2 p.p. (de 10% a 8%) en el coeficiente de encaje sobre los depósitos a la vista y a plazo fijo en pesos efectuados por orden de la Justicia (ver Com. A 4388), lo cual implicó una reducción de alrededor \$130 millones en la exigencia.

Por su parte, la liquidez excedente en moneda extranjera totalizó al cierre de septiembre alrededor de US\$1.000 millones, nivel semejante al existente a fin del segundo trimestre. En este sentido, el BCRA regula los destinos a los que las entidades financieras pueden aplicar su capacidad prestable en moneda extranjera. Al respecto, a partir de julio el BCRA anuló la posibilidad de adquirir con esos fondos letras del BCRA en dólares (ver Com. A 4395) y en septiembre incorporó la financiación de proyectos de inversión vinculados a la producción de mercancías para exportación, incluyendo también las operaciones en las que la financiación es otorgada con participación de la entidad en “préstamos sindicados” tanto con entidades locales como del exterior (ver Com. A 4423).

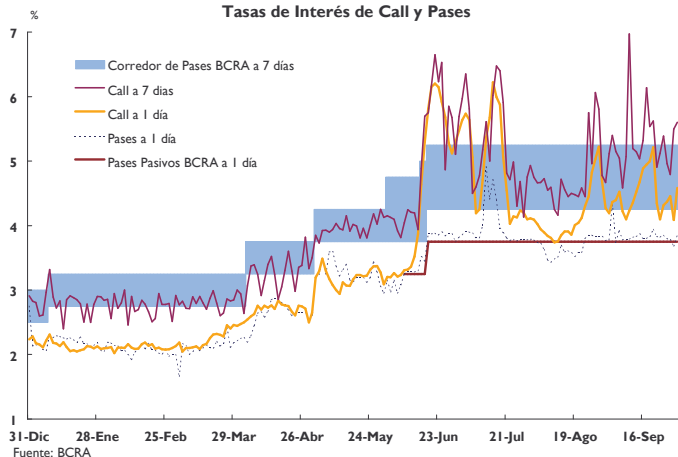
Gráfico VII.6
Operaciones de Call y Pases en el Mercado Local
(promedio diario negociado)



En el mercado primario de LEBAC y NOBAC, las tasas de interés de los instrumentos de menor plazo se mantuvieron relativamente estables luego de la suba del trimestre anterior. En el segmento de mayor duración, el BCRA cambió la estrategia de colocación y desde fines de julio se dejaron de licitar instrumentos ajustables por CER. Así, las LEBAC y NOBAC en pesos no ajustables por CER continuaron aumentando su participación, a fin de septiembre, a 65% del monto total en circulación, 3 p.p. más que al término de junio y 14 p.p. por encima de fines de 2004.

En el mercado de pases el BCRA mantuvo las tasas de interés en los niveles vigentes a fines del segundo trimestre, con lo que siguió pactando en el tramo de operaciones de 7 días pases pasivos a 4,25% y activos a 5,25%. Asimismo, continuó recibiendo fondos de los bancos por 1 día a 3,75% (ver Gráfico VII.7).

Gráfico VII.7
Tasas de Interés de Call y Pases

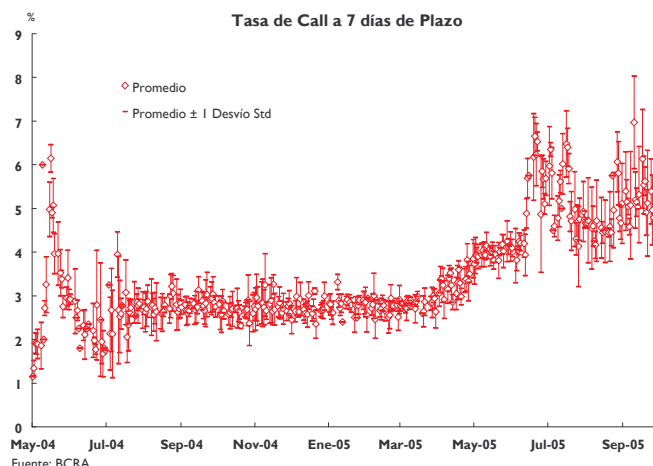


El monto promedio operado diariamente por el BCRA fue de \$2.271 millones, 67% más que el negociado el trimestre anterior. El significativo aumento fue impulsado, en parte, por fondos que temporalmente mantuvieron en pases algunos bancos para luego realizar cancelaciones anticipadas de redescuentos. A fines de septiembre el saldo de pases pasivos para el BCRA era de \$7.226 millones, en tanto que el de pases activos fue de apenas \$59 millones. Por su parte, las operaciones pactadas entre terceros rondaron los \$300 millones diarios, monto levemente superior al que operaron en el período marzo-junio (ver Gráfico VII.6).

Tras el alza experimentada a fines del trimestre pasado, las tasas de interés en el mercado interbancario se mantuvieron relativamente estables rondando los niveles de las tasas de interés de referencia de corto plazo establecidas por el BCRA mediante su operatoria de pases (ver Gráfico VII.7). La tasa de interés para las operaciones a 1 día hábil de plazo, que representan alrededor del 70% del total en septiembre, se ubicó a fines del trimestre en 4,5%, lo que implica un descenso de 0,1 p.p. respecto al valor de junio. Por su parte, la tasa de interés de las operaciones a 7 días de plazo se ubicó en 5,2% en septiembre, registrando un alza de 0,2 p.p. respecto a fines del trimestre anterior. Los montos operados en el mercado

Gráfico VII.8

Tasa de Call a 7 días de Plazo

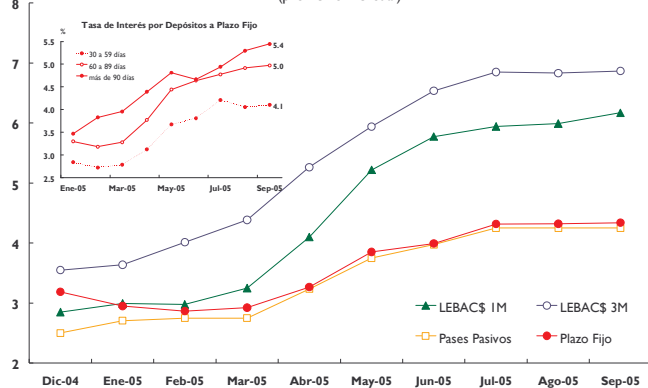


interbancario rondaron los \$490 millones diarios, lo que representa una suba de alrededor de \$40 millones respecto al trimestre anterior.

Adicionalmente, se viene observando en los últimos meses una creciente dispersión en las tasas de interés del mercado interbancario. En el segmento a 7 días de plazo, el desvío de las tasas de interés entre las distintas operaciones pactadas cada día, que había alcanzado un mínimo de 0,2 p.p. en promedio en enero de este año, se elevó progresivamente hasta alcanzar un máximo de 0,7 p.p. en septiembre (ver Gráfico VII.8).

Las tasas de interés pasivas comenzaron el tercer trimestre con la tendencia creciente del período anterior. Durante julio las tasas de interés para colocaciones a plazo fijo ascendieron levemente debido a un aumento estacional en la demanda de dinero. En agosto y septiembre se mantuvieron estables acompañando la evolución de las tasas de referencia del BCRA del mercado de pases y LEBAC (Ver Gráfico VII.9).

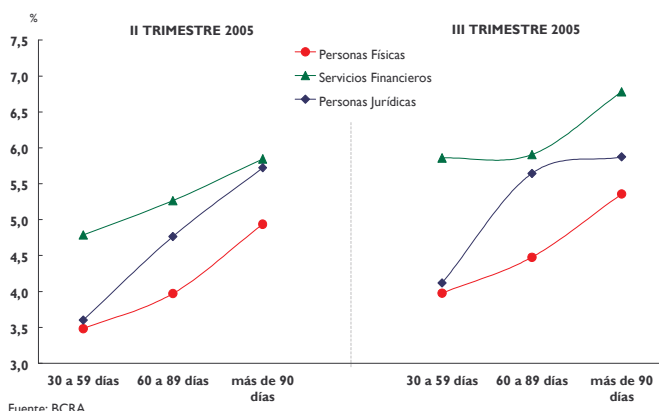
Gráfico VII.9

Tasa de Interés en Pesos
(promedio mensual)

La tasa de interés promedio para las colocaciones de 30 a 59 días de plazo en septiembre fue de 4,1% mostrando un aumento de 0,3 p.p. respecto a junio. El mismo incremento se observó en la tasa de interés para las colocaciones de 60 a 89 días con una tasa promedio de 5%, mientras que en las colocaciones a plazos mayores de 90 días se observó una suba de 0,8 p.p. en los últimos tres meses, con un promedio de 5,4% en septiembre. Esto es consecuencia de la política comercial llevada a cabo por algunas entidades financieras de alargar el plazo de las colocaciones, lo cual se encuentra en línea con la extensión de plazos de las LEBAC y NOBAC impulsada por el BCRA desde julio.

Los mayores aumentos en las tasas de interés pactadas (alrededor de 1 p.p.) se observaron en las colocaciones de las instituciones prestadoras de servicios financieros (Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones -AFJP-, Fondos Comunes de Inversión -FCI-, Compañías de seguro) donde el rendimiento promedio en los plazos más cortos varió de 4,8% en el segundo trimestre a 5,9% en el tercero y para las colocaciones a plazos más largos de 5,8% a 6,8%. Por su parte, las tasas de interés por depósitos a plazo fijo de personas físicas se incrementaron 0,5 p.p. en todos los plazos y en el sector corporativo las principales subas estuvieron en las colocaciones de 60 a 89 días que alcanzaron una tasa de interés promedio en el trimestre de 5,6% (ver Gráfico VII.10).

Gráfico VII.10

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

Las tasas de interés activas disminuyeron levemente en todas las líneas de crédito tanto en términos nominales como reales. En un contexto de sostenido crecimiento en los préstamos para consumo, las tasas de interés de préstamos personales presentaron el mayor descenso del trimestre alcanzando sus niveles mínimos históricos, finalizando septiembre en 24,5%. Por su parte, la tasa de interés por adelantos en cuenta corriente descendió 0,5 p.p. en el tercer trimestre quedando en septiembre en 14%, el mismo nivel de principio de año, mientras que la tasa de interés de los préstamos hipotecarios presentó un descenso acumulado en los últimos tres meses de 0,7 p.p., ubicándose en septiembre en el 10,9%. Por último, tanto en los documentos a sola firma como en los préstamos prendarios las tasas de interés se mantuvieron estables y en ambos el promedio fue de 10,1% (Ver Gráfico VII.11).

VII.3 Agregados Monetarios

Durante el tercer trimestre, los agregados monetarios continuaron creciendo tanto por el desempeño de los depósitos, como del circulante en poder del público.

Los medios de pago (M2) presentaron una variación trimestral de 5,2%, que implicó un crecimiento interanual de 21,2%, similar al del trimestre anterior. Parte del alza del M2 respondió a la suba de las colocaciones a la vista, que en el trimestre acumularon un incremento de \$1.820 millones (3,3%), impulsadas por los depósitos del sector público. Al igual que durante los tres meses previos, las colocaciones transaccionales públicas evidenciaron aumentos significativos, alimentadas por los ingresos tributarios, en tanto que los depósitos a la vista del sector privado registraron una evolución positiva relativamente moderada.

El agregado monetario más amplio (M3) registró un alza trimestral de 4,4% y un aumento interanual de 20,7%, que resultó 1 p.p. inferior al del trimestre anterior. El crecimiento del M3 respondió en parte al incremento de los medios de pago y en parte al aumento de las colocaciones a plazo.

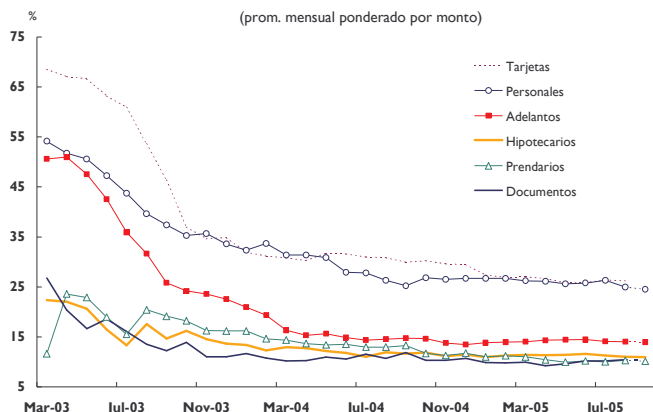
Los depósitos a plazo fijo presentaron un incremento de \$2.200 millones (4,6%) en el trimestre que se distribuyó en forma homogénea entre recursos del sector privado y fondos públicos. Alrededor de 60% de las nuevas colocaciones se concentró en el segmento minorista y se advierte un alargamiento del plazo de captación. En efecto, la mayor parte de los nuevos fondos se concertó en el segmento de 60 a 89 días, aunque también se registraron incrementos netos en los plazos superiores a 90 días, en tanto que en el tramo de más corto plazo (30-59 días) se advirtió una merma del *stock* (ver Gráfico VII.12). Por otro lado, en el segmento de imposiciones ajustables por CER, se advirtió un fuerte crecimiento impulsado principalmente por recursos de inversores institucionales, quienes vienen manifestando un creciente interés por este tipo de alternativas de inversión. Finalmente, el *stock* de CEDRO ajustados por CER se redujo \$470 millones. Esta caída correspondió a las últimas cuotas pendientes de acuerdo con el cronograma de vencimientos; sin embargo, aún queda un pequeño saldo positivo, compuesto por certificados con acciones judiciales pendientes de resolución.

Crédito al sector privado¹⁸

Los préstamos en pesos al sector privado crecieron alrededor de \$3.000 millones (7,8%) en el tercer trimestre, por lo que su *stock* superó los \$40.000 millones, acumulando un aumento de \$9.080 millones con respecto a doce meses antes. El *stock* de préstamos representa actualmente 9,1% del PIB, 1,9 p.p. superior al mínimo registrado en marzo de 2004 y 0,2 p.p. superior al trimestre pasado (ver Gráfico VII.13). Todas las líneas de préstamos, desde los adelantos a corto plazo, hasta los hipotecarios de largo plazo mostraron un comportamiento favorable (ver Gráfico VII.14).

Gráfico VII.11
Tasas de Interés Activas

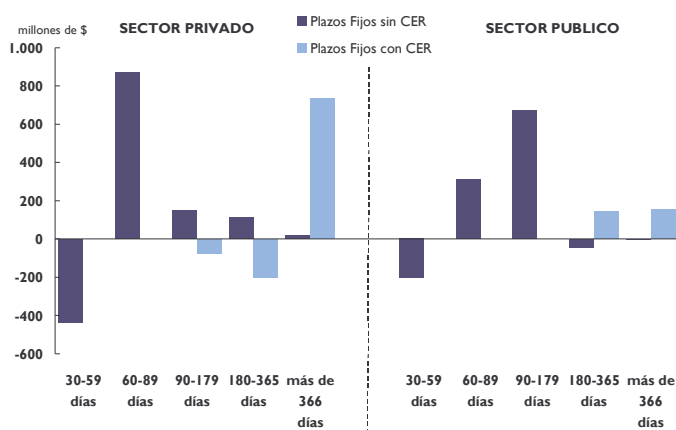
(prom. mensual ponderado por monto)



Fuente: BCRA

Gráfico VII.12
Depósitos a Plazo Fijo en Pesos

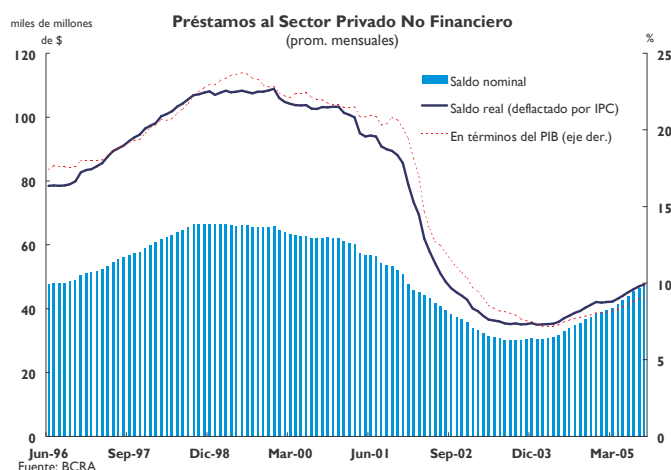
(variación promedio trimestral - 3T-05)



Fuente: BCRA

¹⁸ Al igual que en los trimestres pasados, en los últimos meses se han producido movimientos contables, ocasionados por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros. En el momento de la conformación de un fideicomiso financiero con cartera de préstamos de un banco, esa parte de la cartera se quita del rubro "Préstamos" en el balance y se transfiere al fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco los créditos trasladados se registran en el rubro "Préstamos" del balance. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por este tipo de operatoria que, si bien altera los saldos contables, no afectan al *stock* de financiaciones otorgadas.

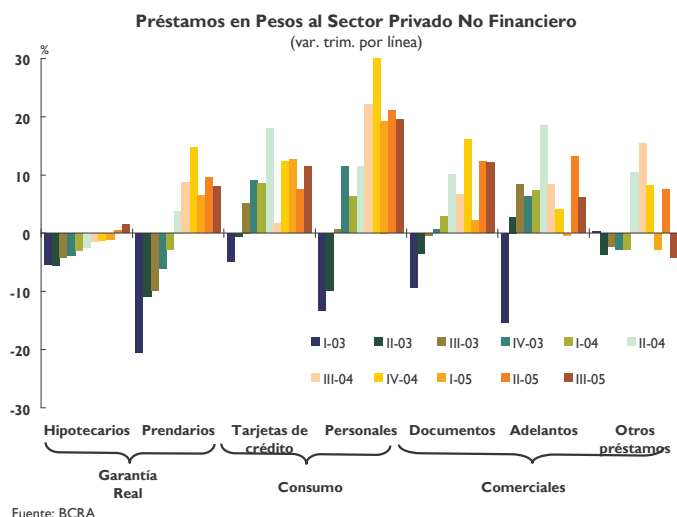
Gráfico VII.13



Gracias a la gradual mejora en el empleo formal y al crecimiento de la masa salarial, el crédito al consumo (préstamos personales y financiaciones con tarjetas de crédito) continuó presentando un muy buen desempeño. Los préstamos personales subieron \$1.060 millones (19,5% en el trimestre) favorecidos por los cambios normativos impulsados por el BCRA tendientes a facilitar el otorgamiento de préstamos personales de bajo monto. Por su parte, las financiaciones con tarjetas de crédito aumentaron \$420 millones (11,5% en el trimestre).

En el caso de las financiaciones comerciales (adelantos, documentos y otros préstamos), en el tercer trimestre continuaron creciendo, aunque a un ritmo menor que en el trimestre previo. Los adelantos en cuenta corriente se incrementaron \$440 millones (6,1% trimestral). Por otra parte, favorecidas por los cambios normativos tendientes a la eliminación de los aforos para el descuento de documentos emitidos por empresas de primera línea, las financiaciones instrumentadas mediante documentos se incrementaron \$930 millones (12,1% trimestral), mientras que los “otros préstamos” cayeron \$150 millones (-4,1% trimestral).

Gráfico VII.14

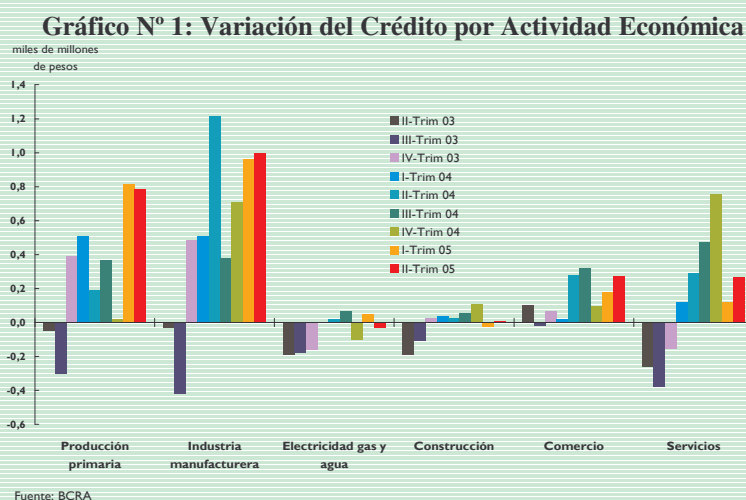


En un contexto muy favorable en términos de ventas de automotores y maquinaria agrícola, los préstamos prendarios continúan evolucionando favorablemente, incrementándose \$150 millones en el trimestre (8,1% trimestral). En el caso de los préstamos hipotecarios, por segundo trimestre desde que se precipitara la crisis de 2001-2002, las nuevas financiaciones superaron en monto a las amortizaciones y precancelaciones, por lo que mostraron una nueva suba, de \$130 millones (1,5% en el trimestre).

Apartado 2. El crédito bancario y la actividad productiva

El impacto favorable de la nueva estructura de precios relativos sobre la economía viene siendo apoyado por el sector financiero: desde el cuarto trimestre de 2003 la industria y la producción primaria han sido los principales tomadores de crédito, para contribuir así a dinamizar la inversión productiva y a elevar el crecimiento por encima de los niveles proyectados. La Inversión es la fuente de una expansión de la capacidad de producción y, por lo tanto, de la generación de nuevos y mayores empleos productivos, pero sólo si las empresas tienen acceso al crédito se podrán desarrollar nuevos proyectos o expandir los existentes, y poner en marcha un círculo virtuoso de crecimiento, empleo y bienestar.

Los resultados logrados en los últimos dos años muestran un futuro alentador. El crédito al sector privado se encuentra actualmente en una fase de rápido crecimiento (28,8% interanual -i.a.-) tras haber alcanzado a mediados de 2003 su punto de inflexión y logrado revertir una tendencia decreciente de más de 4 años. No obstante, si bien el crecimiento del crédito es en este momento generalizado a todas sus líneas, desde los adelantos en cuenta corriente de muy corto plazo hasta los préstamos hipotecarios de largo plazo, no todas se encuentran en la misma fase de recuperación ni creciendo con igual firmeza. Lo mismo puede decirse al observar la evolución del crédito por actividad económica¹⁹.



Si bien se observa un cambio de tendencia general a fines de 2003, el comportamiento del crédito según las distintas actividades productivas es heterogéneo, lo cual responde en parte a las diferentes coyunturas y perspectivas que presentan cada uno de los sectores de la producción en este nuevo contexto. Los sectores que resultaron más favorecidos por el cambio de precios relativos ocurrido tras la salida de la convertibilidad, como la producción primaria y la industria manufacturera, presentan el comportamiento más dinámico en lo que se refiere al financiamiento bancario. En efecto, en los últimos años se ha observado un continuo crecimiento del sector agrícola; la inversión en tecnología junto con el aumento de la superficie sembrada coadyuvó a lograr una cosecha récord, superior en la campaña 2004/05 a 83,9 millones de toneladas. Por su parte, el fuerte crecimiento de la industria llevó a que la actividad haya alcanzado sus máximos niveles históricos. Asimismo, ciertos sectores industriales presentan muy elevados niveles de utilización de la capacidad instalada, a pesar de las inversiones realizadas tendientes a elevar el acervo productivo (ver Sección III).

El crédito bancario ha acompañado el crecimiento de estos sectores, ya sea financiando nuevas inversiones o el capital de trabajo necesario para elevar la producción. En el caso de la producción primaria se observa que el crédito pasó de mostrar una caída de cerca de \$300 millones en el tercer trimestre de 2003 a presentar un crecimiento de alrededor de \$400 millones en el último trimestre de ese año, crecimiento que llegó incluso a duplicarse a partir de 2005 (ver Gráfico N° 1). El incremento del crédito al sector se encuentra liderado por las empresas dedicadas a los cultivos de cereales y oleaginosas, y por las orientadas a la extracción de petróleo crudo, gas natural y actividades de servicios relacionadas. Similar comportamiento se advierte en el caso de la industria manufacturera, que registró una caída en el crédito de alrededor de \$400 millones en el tercer trimestre de 2003 para luego aumentar cerca de \$500 millones en el trimestre siguiente, incremento que se duplicó a partir de 2005. En este caso, el fuerte crecimiento del crédito bancario se encuentra liderado por el sector productor de alimentos y bebidas y el dedicado a la elaboración de derivados de la refinación del petróleo.

¹⁹ La información que se emplea a continuación surge del Régimen Informativo SISCEN (tarea 14) el cual clasifica a los préstamos según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas 1997 - ClaNAE-97, Serie Nomencladores y Correspondencias N°1, Secretaría de Programación Económica, INDEC.

Gráfico N° 2:
Evolución del Crédito por Actividad Económica

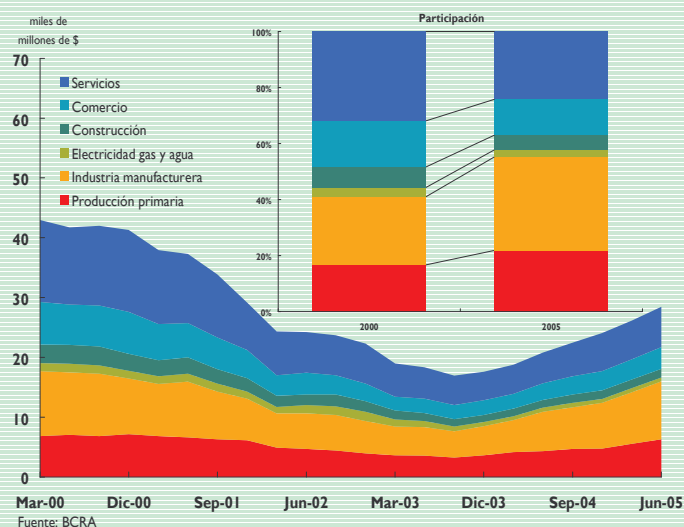
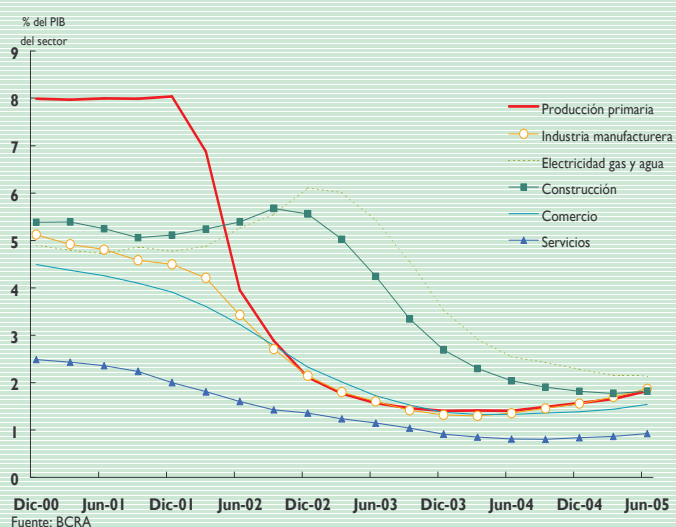


Gráfico N° 3:
Participación del Crédito en % del PIB Sectorial



En el caso de las empresas dedicadas a la generación, transporte y distribución de electricidad, gas y agua, se observa que la contracción de los préstamos tardó más tiempo en cesar, y se detuvo recién durante 2004, aunque no mostró una posterior recuperación. Resulta quizás más excepcional lo ocurrido en el sector de la construcción, dado que registró una fuerte recuperación prácticamente sin recurrir al crédito bancario. Si bien la actividad del sector actualmente se encuentra próximo a los máximos niveles alcanzados durante 1998, no se observa una recuperación significativa del crédito. En algún punto intermedio se encuentran el financiamiento del comercio y de los servicios; se trata de sectores cuya recuperación no se ha mostrado tan dinámica como el agro o la industria y el crecimiento del financiamiento a dicho sector ha sido moderado.

De esta forma el crédito destinado a producción primaria y a la industria manufacturera ha ganado participación en el financiamiento bancario a la actividad productiva. Actualmente el sector primario concentra cerca de 22% del crédito mientras que la industria representa 33% del total del crédito productivo, cifras que resultan 5 puntos porcentuales (p.p.) y 9 p.p. superiores a las promedio de 2000, respectivamente (ver Gráfico N° 2).

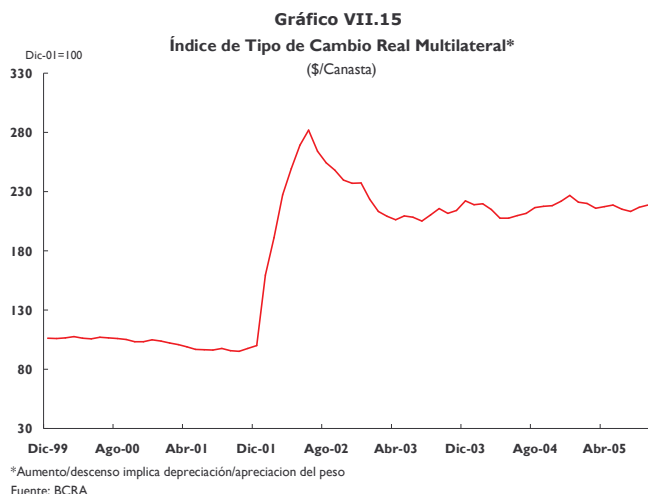
No sólo el crédito se ha destinado a los sectores más dinámicos, sino que mostró un incremento en términos de producto para estos sectores. En efecto, en el caso de las empresas dedicadas a la producción primaria, el *stock* de préstamos representa actualmente el 1,8% del producto del sector, lo que implica un incremento de 0,4 p.p. respecto del mínimo registrado en el segundo trimestre de 2004, aunque resulta aún muy distante de los valores previos a la crisis. En forma similar, los préstamos a la industria manufacturera representan el 1,8% del producto del sector, 0,5 p.p. por encima del mínimo registrado a principios de 2004. Por el contrario, en el sector de generación, transporte y distribución de electricidad, gas y agua, al igual que en el sector de la construcción, los préstamos continúan representando porciones cada vez más pequeñas del producto de cada sector, llegando a representar actualmente el 2% y 1,7% respectivamente.

VII.4 Mercado de Cambios

Gracias a la política de acumulación de reservas implementada por el BCRA, el saldo de las reservas internacionales se incrementó 11% (US\$2.562 millones) entre fines de junio y septiembre y alcanzó los US\$25.614 millones al término del trimestre. El principal factor que explicó su variación trimestral fue la compra de divisas que realizó el BCRA en el Mercado Único y Libre de Cambios, parcialmente compensada por los egresos de divisas vinculados a los pagos a organismos internacionales por parte del sector público.

El mercado de cambios *spot* continuó mostrando un importante dinamismo y el volumen promedio operado diariamente se mantuvo en los mismos niveles que el trimestre anterior. Sin embargo, la composición de las operaciones por contrapartes cambió respecto al período marzo-junio y, mientras que las transacciones en las que intervino el BCRA disminuyeron 10%, las pactadas por el resto de las entidades entre sí aumentaron 4%. Por otra parte, a partir de que el BCRA comenzara a operar en el Mercado a Término de Rosario (ROFEX), su actividad se ha visto incrementada, y el monto promedio negociado diariamente pasó de \$130 millones en el segundo trimestre a \$170 millones en el tercero, registrando un máximo de \$200 millones en agosto.

Según la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), luego de apreciarse en junio y julio, el peso revirtió esta tendencia y se depreció tanto en agosto como en septiembre. Como resultado, en el trimestre el peso se depreció 1,7% respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales. En términos nominales, la moneda local también registró depreciaciones con relación al euro, al real y al dólar estadounidense. En los últimos doce meses el peso acumula una depreciación real del 0,6% (ver Gráfico VII.15).



Apartado 3. Acumular reservas: un seguro de prevención para las economías emergentes

Con US\$25.927 millones acumulados al 5 de octubre, las Reservas Internacionales del país se multiplicaron por 3,2 veces desde aquel mínimo de US\$8.250 millones registrado en enero de 2003. Cualquier indicador de vulnerabilidad externa que se desee utilizar refleja esta importante mejora. Por ejemplo, Argentina tiene reservas hoy por 78,6% del total de efectivo, depósitos a la vista y caja de ahorro (M2), podría cancelar más de tres veces su deuda pública de corto plazo o pagar un año completo de importaciones. Sin embargo, aún con ese colchón de activos externos que le dan solidez, confianza y hacen sostenible al sistema económico, persisten dudas sobre las ventajas de esta estrategia agresiva de acumulación de reservas en la que se ha encaminado el BCRA. Las preguntas son válidas: ¿es conveniente continuar incrementando las reservas? ¿cuál es el monto óptimo de reservas que se debería mantener?

La volatilidad en los flujos de capitales que genera el mundo globalizado y la exposición permanente de los países emergentes a los “*sudden stops*” (frenazos en el ingreso de capitales) obligan a proteger esas economías mediante un mayor nivel de reservas que permita morigerar eventuales *shocks* externos. Si bien los enfoques teóricos tradicionales sugieren que una economía con tipo de cambio flotante no tiene necesidad de acumular reservas dado que ante eventuales *shocks* externos o internos los movimientos en el tipo de cambio generan los ajustes necesarios, la experiencia propia de las economías emergentes muestra que ese equilibrio no siempre se encuentra. Para naciones altamente endeudadas y expuestas a los vaivenes financieros como es Argentina, las reservas constituyen un autoseguro frente a una interrupción o salida repentina en los flujos de capitales, protegiéndola contra fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, en la tasa de interés o en los flujos comerciales, capaces de deprimir la economía interna y provocar una crisis de liquidez que derive en la cesación de pagos y desestabilice el normal funcionamiento del sistema financiero. Numerosos estudios empíricos muestran que países con un mayor volumen de reservas tienden a estar menos expuestos a crisis financieras y resultan más atractivos para el ingreso de capitales de largo plazo. Siguiendo esas pruebas, y tras la inestabilidad macroeconómica y financiera que afectó a la economía mundial en los últimos años, tanto las economías emergentes como las de los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) han iniciado un proceso de recomposición de sus activos internacionales. En siete años las reservas internacionales mundiales se triplicaron, alcanzando un récord de 3.800 miles de millones de dólares frente a solo US\$1.253 miles de millones registrados a fines de 1997. Japón es una de las mayores cuencas de reservas del mundo: desde 1997 sus reservas se cuadruplicaron y su Banco Central tiene acumulados US\$832.783 millones (18% de su nivel de producción anual), monto que quintuplica al PIB en dólares de la Argentina.

El *stock* de reservas es una de las variables fundamentales que se observa para evaluar la solidez y confiabilidad de una economía. Ello, junto a la prevención que buscan consolidar los países emergentes, explican la conveniencia de acumular activos externos, fundamentalmente cuando esa recomposición se realiza como contrapartida de altos superávits en cuenta corriente y tiene el respaldo de excedentes fiscales inéditos. Además, si algo quedó demostrado con las últimas sucesiones de crisis que afectaron al mundo en desarrollo, es que estos países no cuentan con un prestamista de última instancia. En definitiva, hoy las reservas del Fondo Monetario Internacional (FMI) son limitadas frente a los montos que mantienen los Bancos Centrales de Asia o América Latina (las reservas del organismo equivalen a solo 1,4% de las reservas mundiales y son menores a las que tienen la mayoría de las economías asiáticas).

México, Brasil, Colombia, Venezuela y Perú son algunas de las economías de la región que tras las últimas sucesiones de crisis se encaminaron a incrementar sus volúmenes de reservas despertando las mismas preguntas, válidas, que se realizan hoy en la Argentina: ¿hasta dónde acumular? Para las economías asiáticas la estrategia de acumular reservas surgió antes, como respuesta a la crisis iniciada a mediados de 1997. Malasia, por ejemplo, aumentó 282% sus reservas desde fines de 1997, para mantener actualmente un *stock* de US\$79.500 millones que representa 54% de su M2. Lo mismo China, que sin haber sido golpeada por las crisis vecinas, busca resguardo tras un manto de reservas que se multiplicaron por 2,3 veces en los últimos 34 meses y alcanzan hoy los US\$711.000 millones (43,5% de su PIB). Sin embargo, cuando se busca rigurosidad para determinar cuál es el umbral de reservas que debería tener una economía, no existe una regla consensuada.

Revisando la literatura

Tradicionalmente se creía que el mejor criterio de adecuación para conocer el nivel adecuado de reservas era que el *stock* mantenido por el Banco Central permitiera cubrir un porcentaje de las importaciones anuales del país. Como en la época pre-globalización el principal factor desestabilizador eran los movimientos de la balanza comercial, ante una caída en las exportaciones, mediante las reservas se podía garantizar un determinado período de importaciones. Algunas reglas recomendaban un nivel de reservas mínimo equivalente a cuatro meses de importaciones, y si las reservas alcanzaban para cubrir más de un año de compras externas entonces se consideraba que el país estaba fuera de riesgo. Pero este tipo de indicadores, donde Argentina hoy entraría en la “región segura”, no tienen en cuenta las necesidades frente a una crisis de liquidez o los niveles de endeudamiento externo. Frente a estas limitaciones, y tras las sucesivas crisis de balanza de pagos, comenzó a observarse como indicador más efectivo la relación entre reservas y M2, que permite conocer el impacto de una pérdida de confianza en la moneda local. Otro indicador sugerido es la relación entre reservas y la deuda de corto plazo en

moneda extranjera. Un nivel suficiente de reservas puede servir como colchón a los descalces de monedas existentes entre deudas en moneda extranjera e ingresos en moneda propia, permitiendo que ante una crisis de liquidez, el gobierno evite caer en cesación de pagos.

Cuadro N° 1: Reservas Internacionales

País	Valor actual		Crecimiento % desde		
	miles de millones de US\$	% del PIB	31/12/01	31/12/99	31/12/97
Japón	834	17,8	111,0	190,6	279,6
China	711	43,0	229,8	350,8	398,0
Corea	207	30,4	101,1	179,2	914,4
Rusia	160	27,4	390,4	1787,2	1137,8
India	132	19,9	188,2	304,7	435,5
Singapur	116	108,2	53,4	50,4	62,2
Malasia	80	67,2	160,9	159,9	282,4
México	68	10,1	52,4	114,6	136,8
Brasil	57	9,4	59,5	63,8	12,1
Turquía	41	13,6	118,2	76,5	120,8
Argentina	26	14,9	78,0	-1,3	16,0
Chile	16	16,7	9,2	7,4	-10,7
Perú	13	18,6	47,6	46,6	16,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI y otros

Indicadores más modernos integran simultáneamente los diversos aspectos sobre los que actúa un buen colchón de reservas ante una emergencia financiera y permiten estimar un monto deseable al establecer que el nivel de reservas sea suficiente para atender tanto fuentes externas como internas de potencial drenaje de fondos. Estos indicadores combinan las importaciones, la deuda interna y un porcentaje de M2, y adicionan al mismo tiempo los diferentes usos comerciales y financieros de corto plazo. La literatura económica presenta también variadas metodologías para estimar cuál es el nivel de reservas que debería tener una economía combinando su rol como autoseguro frente a eventuales crisis y el costo de oportunidad que implica mantener esos recursos (por ejemplo, un costo sería la diferencia entre la tasa de interés que pagan las reservas y el interés que se podría obtener dándole un uso alternativo a esos fondos). Un cálculo frecuente ha sido el realizado a través de modelos de “saldos de inventarios”, donde se cruza el costo de oportunidad de mantener reservas (medido como la diferencia entre el costo de la deuda externa y el rendimiento de las reservas) y el beneficio de mantener ese *stock* (medido como la pérdida de Producto que evita el país ante un eventual *shock*). Pero en cada una de esas mediciones están presentes también las preferencias y necesidades de los países sobre el modelo de crecimiento, la balanza de pagos, el régimen cambiario o las tasas de interés. Por eso, si bien no se puede llegar a una medición consensuada sobre el monto de reservas más conveniente para una economía, en cualquiera de las mediciones modernas que se utilice para estimar las reservas que debería tener Argentina, es posible afirmar que aún queda un amplio margen para continuar incrementándolas.

La literatura económica suele sugerir que la mejor fuente de estabilidad y protección frente a las crisis que puede tener una economía es consolidar una alta calidad en sus instituciones. En Argentina, las dos cosas deben actuar conjuntamente: no hay instituciones que puedan sobrevivir a los *shocks* externos si las principales variables de la economía, entre ellas las reservas, no están fortalecidas.

VII.5 Otros Activos

Los mercados de activos financieros locales, tanto de renta fija como de renta variable, mostraron una favorable evolución durante el tercer trimestre del año (ver Gráfico VII.16). A la hora de explicar esa evolución se destacan la finalización de la operación de reestructuración de la deuda soberana, con su consecuente reducción sobre la prima de riesgo de los activos domésticos, y la significativa liquidez internacional que promovió la búsqueda de retornos por parte de los inversores, beneficiando a los activos de más alto rendimiento, como es el caso de los mercados de deuda soberana y los mercados bursátiles de los países emergentes.

El índice Merval, que agrupa las empresas más importantes que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), se incrementó 23,3% en el trimestre. Los volúmenes negociados aumentaron fuertemente cuando se los compara con el trimestre anterior. Se negoció un promedio diario de \$80 millones, mientras que en el segundo trimestre el promedio de operaciones diarias ascendía a \$62 millones. De la comparación contra el mismo período del año anterior, surge que el monto promedio diario se duplicó.

Los instrumentos de deuda soberana denominados en moneda nacional y extranjera, por su parte, mostraron retornos muy positivos en el trimestre. Sin embargo, debe destacarse la formidable evolución de los instrumentos indexados por CER con respecto a aquellos denominados en moneda extranjera. Dentro de la curva en pesos, los bonos con duración más larga presentaron el mayor retorno, liderados por el bono a Descuento y el bono Par que aumentaron cerca de 40% en paridad desde el 30 de junio al cierre del trimestre. Los instrumentos del tramo corto de la curva en pesos también se beneficiaron de la mejora en los precios, aunque en menor medida. Por ejemplo, la paridad del Bogar 2018 se incrementó aproximadamente 12%, un retorno importante pero sustancialmente menor al del tramo más largo de la curva en pesos.

Los instrumentos denominados en dólares también alcanzaron retornos muy elevados, aunque menores a los de los instrumentos indexados por CER. Al igual que en el caso de la deuda en pesos, el segmento de la curva de rendimientos que más retorno registró fue el tramo de más larga duración. El bono Descuento en dólares, por ejemplo, logró un incremento en paridad cercano a 12% mientras que el bono Par alcanzó un aumento cercano a 11% en términos de paridad. En el tramo más corto, el Boden 2012 se incrementó cerca de 2%.

Los *spreads* de la deuda externa de los países emergentes medidos por el EMBI+ se contrajeron en 0,63 p.p., acompañando la mejora global en los *spreads* de los activos de riesgo (ver Gráfico VII.17). En el caso de la deuda externa de Latinoamérica, la reducción fue de 0,7 p.p., y el mejor comportamiento se debe a la situación favorable por la que atraviesa la región. En Argentina, la contracción en los *spreads* fue de 1,13 p.p., superando el comportamiento de Latinoamérica y de Brasil (-0,69 p.p.). De todas maneras, los *spreads* actuales de Argentina incluyen la valoración por parte de los acreedores de la unidad atada al PIB, que cotiza conjuntamente con los títulos entregados en la reestructuración de la deuda soberana, lo que cambiaría en noviembre, ya que estas unidades cotizarían por separado de los instrumentos de deuda.

Gráfico VII.16
Mercado Accionario y de Deuda Soberana

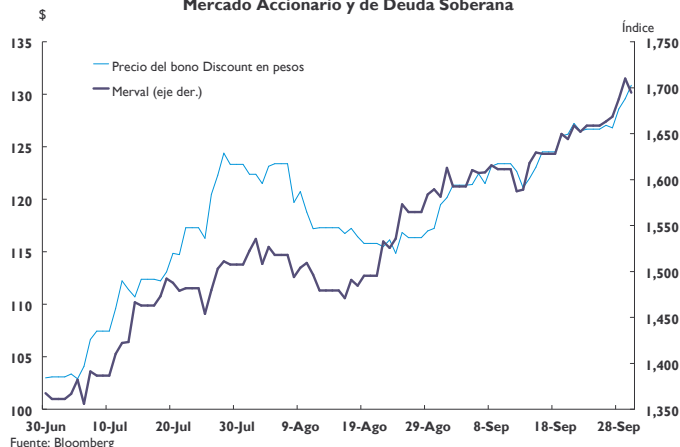
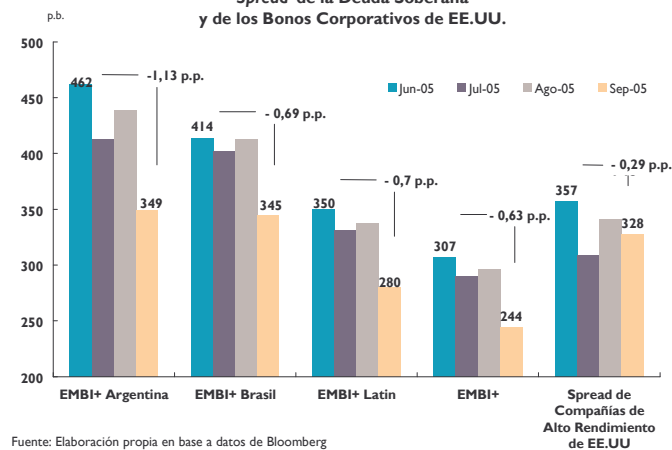
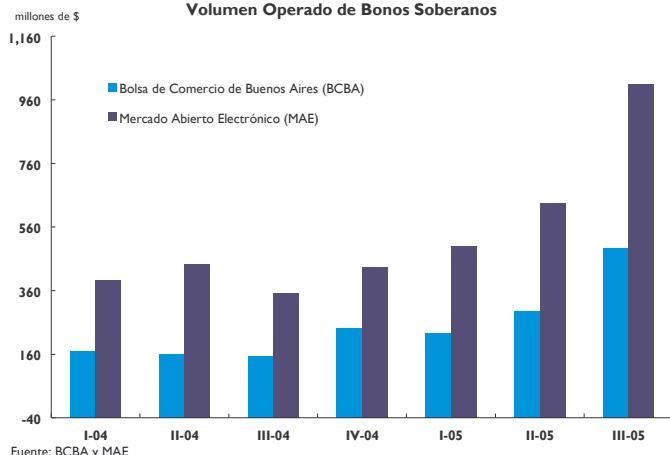


Gráfico VII.17
Spread de la Deuda Soberana
y de los Bonos Corporativos de EE.UU.



Los volúmenes de instrumentos de deuda soberana negociados tanto en la rueda del Mercado Abierto Electrónico (MAE) como en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) aumentaron en conjunto \$570 millones desde los \$930 millones promedio diario del segundo trimestre hasta los \$1.500 millones promedio diario registrado durante el tercer trimestre (ver Gráfico VII.18). Asimismo, el volumen se incrementó aproximadamente 3 veces respecto al registrado un año atrás.

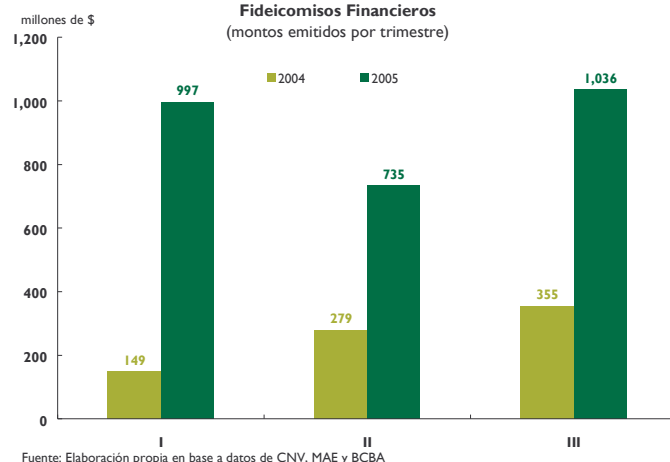
Gráfico VII.18
Volumen Operado de Bonos Soberanos



Debido a la elevada liquidez y el favorable contexto nacional e internacional, durante el tercer trimestre el Gobierno Nacional licitó \$4.240 millones en el mercado de capitales local. En particular, se emitieron cerca de \$1.730 millones de Boden 2014 denominado en moneda local, y \$2.510 millones en sucesivas reaperturas del Boden 2012 denominado en dólares. El costo promedio de las emisiones en pesos fue de 5,3%, una tasa menor al 6,4% que se había logrado el trimestre anterior en una colocación similar. El costo promedio de las colocaciones en dólares fue también menor. En particular, las colocaciones en dólares se realizaron a un costo promedio de 7,9%, muy por debajo del 8,4% logrado en las licitaciones del segundo trimestre. La mejora en las colocaciones de deuda en dólares también se reflejó en el *spread* pagado por el Gobierno Nacional. Mientras que se había logrado una sobretasa de 4,6 p.p. sobre bonos comparables de la curva de rendimientos del Tesoro de EE.UU. durante el trimestre anterior, en el tercer trimestre del año se logró colocar a una de 3,9 p.p..

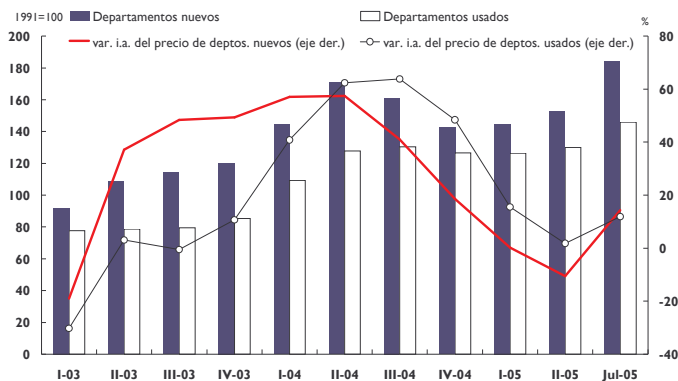
La buena *performance* del mercado de acciones local y del mercado de deuda soberana repercutió nuevamente de manera positiva sobre los rendimientos de los FCI de renta variable, de renta mixta y de renta fija, que se ubicaron en 26,1%, 14,9% y 6,5% respectivamente durante el trimestre. Los retornos más atractivos de estos fondos atrajeron nuevos recursos, dando lugar a un incremento patrimonial trimestral de 64,4%, 19,2% y 25,2% respectivamente. Por su parte, el patrimonio de los fondos de plazo fijo y dinero también presentó una variación positiva en el trimestre, del orden de 13,6%, recuperándose así de la merma patrimonial sufrida durante el trimestre anterior asociada al pago de impuestos. Por otro lado, a mediados de agosto la Comisión Nacional de Valores modificó la normativa referente al margen de liquidez que están obligados a mantener estos fondos. Anteriormente, los *money market* estaban obligados a mantener en depósitos a la vista en el sistema financiero 45% de sus activos, en calidad de margen de liquidez, los cuales requerían un encaje de 100%. Desde mediados de agosto, estos fondos están obligados a mantener el margen de liquidez en cuentas corrientes no remuneradas abiertas en el BCRA y tienen la posibilidad de utilizar esos saldos para realizar pases pasivos a un día de plazo con el BCRA.

Gráfico VII.19
Fideicomisos Financieros
(montos emitidos por trimestre)



En el tercer trimestre del año la emisión de Fideicomisos Financieros (FF) alcanzó \$1.036 millones, 40% mayor al trimestre anterior y casi 200% por encima de igual período de 2004 (ver Gráfico VII.19); mientras que en lo que va del año ya asciende a \$2.770 millones. Los principales activos empleados como subyacentes fueron los préstamos personales (60% del total emitido), seguidos de créditos hipotecarios (14%) y cupones de tarjetas de crédito (12%). Los fiduciarios (aquellos que administran los FF) fueron casi en su totalidad entidades financieras reguladas

Gráfico VII.20
Mercado Inmobiliario
(precio del m² en US\$)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de UADE

por el BCRA (98%). A su vez, entre los fiduciantes (quienes originaron y cedieron los activos), se destacan las entidades financieras (43%), seguidas por comercios de venta de electrodomésticos (27%), entre otros.

A partir de junio los precios de las propiedades urbanas volvieron a mostrar una importante recuperación luego de permanecer estables desde el tercer trimestre del año 2004 (ver Gráfico VII.20). Esto va en línea con las mejoras en el salario real y la recuperación del crédito hipotecario observadas en el período, que evidencian un mayor grado de accesibilidad a este tipo de inmuebles por parte de los compradores. De hecho, la cantidad de escrituras mensuales en la Ciudad de Buenos Aires exhibió recientemente una fuerte alza respecto al promedio de los últimos años.

VIII. INFLACIÓN

VIII.1 Síntesis

De acuerdo a lo proyectado en el Informe de Inflación anterior, en el tercer trimestre del año el Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentó 2,6%, impulsado por el incremento de los precios con un alto contenido estacional, acumulando en lo transcurrido de 2005 una suba de 8,9%.

El mayor incremento de los componentes volátiles y/o estacionales del IPC en gran medida estuvo ligado a problemas de oferta coyunturales que tenderían a revertirse en los próximos meses. Los precios regulados o con alto componente impositivo mostraron en el trimestre una leve caída generada por los cambios normativos en el Programa de Uso Racional de la Energía. Excluyendo ambos factores, el aumento del IPC en el tercer trimestre se ubicó en línea con el registrado en el segundo, compatible con una suba anualizada del orden de 8%. En tanto, el IPC Resto mantuvo el ritmo de aumento de los tres meses previos y finalizó el trimestre con un incremento de 11,8% interanual (i.a.).

Si bien en el último trimestre del año la inflación debería reducirse, dado que los factores de oferta coyunturales que afectaron los precios de los alimentos deberían diluirse, es factible que la tasa de inflación core continúe en los niveles actuales una vez incorporados los aumentos puntuales ya anunciados en sectores como medicinas prepagas, colegios privados y taxis. De esta forma, el año concluiría con una inflación levemente por encima de 10,5%.

Para el próximo año se proyecta una desaceleración en la inflación core, acorde con la reducción prevista en el ritmo de crecimiento de la economía, inducida en parte por un menor estímulo monetario y fiscal. En este marco, se proyecta que el aumento del IPC se ubique en niveles similares a los incluidos en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2006. Sin embargo, esta trayectoria estará supeditada en gran medida a la evolución de la recomposición de márgenes y al impacto que pudiera tener una mayor conflictividad laboral sobre la oferta de bienes y servicios en determinados mercados. Además, también influirán las eventuales modificaciones en las tarifas de los servicios públicos y de otros precios en donde el Gobierno está participando activamente para reducir su incidencia.

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

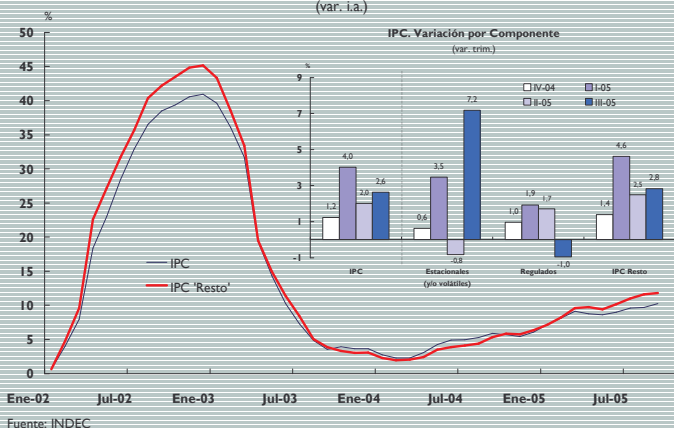
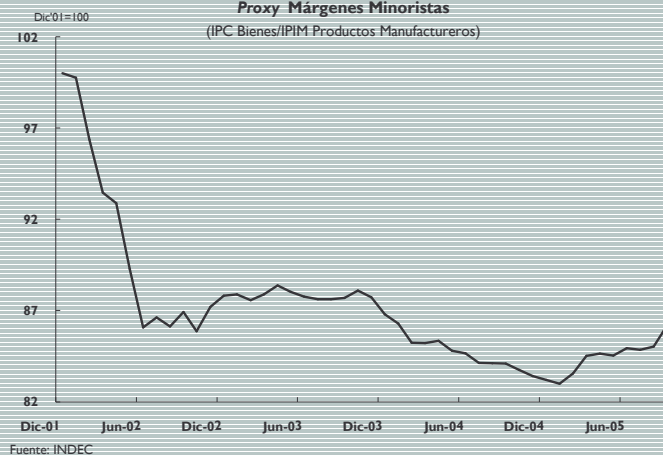


Gráfico VIII.2
Proxy Márgenes Minoristas
(IPC Bienes/IPIM Productos Manufactureros)

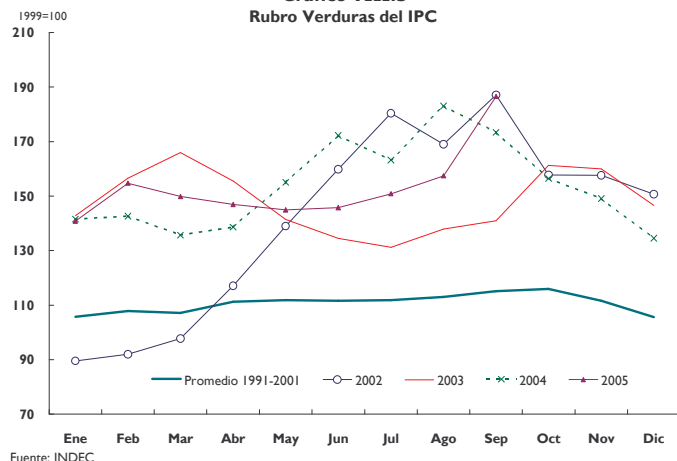


Cuadro VIII.1
Variación de los principales rubros del IPC
(en %)

	Ponderación	Sep-05/ Dic-04			Sep-05/ Jun-05		
		var.	var. mensualizada	Incendencia	var.	var. mensualizada	Incendencia
IPC	100,0	8,9	1,0	1,0	2,6	0,9	0,9
Estacionales	10,5	10,0	1,1	0,1	7,2	2,3	0,2
Frutas	1,6	5,0	0,5	0,0	11,2	3,6	0,1
Verduras	2,3	39,1	3,7	0,1	28,4	8,7	0,2
Ropa Exterior	3,1	6,7	0,7	0,0	-0,9	-0,3	0,0
Otros	3,4	-1,8	-0,2	0,0	-0,5	-0,2	0,0
Regulados	16,7	2,7	0,3	0,0	-1,0	-0,3	-0,1
IPC Resto	72,8	10,3	1,1	0,8	2,8	0,9	0,7
Carnes	9,4	12,8	1,4	0,1	3,6	1,2	0,1
Productos Lácteos	4,4	14,4	1,5	0,1	5,5	1,8	0,1
Medicina Prepaga	3,8	11,8	1,2	0,0	1,5	0,5	0,0
Colegios	2,1	17,8	1,8	0,0	1,8	0,6	0,0
Otros	53,1	9,4	1,0	0,6	2,5	0,8	0,5

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

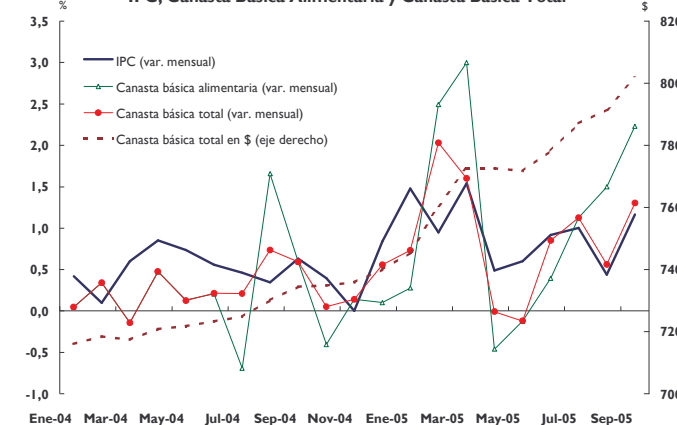
Gráfico VIII.3
Rubro Verduras del IPC



Fuente: INDEC

Gráfico VIII.4

IPC, Canasta Básica Alimentaria y Canasta Básica Total



Fuente: INDEC

VIII.2 Precios Minoristas

Los precios minoristas crecieron 2,6% entre junio y septiembre (luego de aumentar 2% en el segundo trimestre y 4% en el primero), concluyendo con una suba interanual (i.a.) de 10,3% (ver Gráfico VIII.3). El mayor incremento, anticipado en el **Informe de Inflación** anterior, obedeció fundamentalmente a la dinámica de los componentes volátiles y/o estacionales del Índice de Precios al Consumidor (IPC), que luego de haberse mantenido prácticamente estancados en el segundo trimestre, evidenciaron una suba de 7,2% entre junio y septiembre. Los precios regulados o con alto componente impositivo, por su parte, mostraron en el trimestre una leve caída, en tanto que el IPC Resto mantuvo la tendencia de los tres meses previos, exhibiendo un alza mensualizada de 0,9% y finalizando el período con un aumento de 11,8% i.a. (ver Cuadro VIII.1)

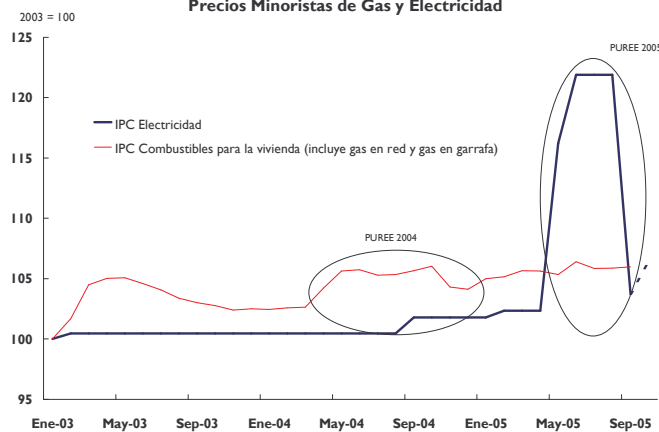
El incremento en el precio de verduras y frutas explicó básicamente la aceleración que registró el componente volátil y/o estacional del IPC. En el caso de las verduras, el aumento de precios obedeció en gran medida a problemas de oferta generados por factores climáticos que afectaron principalmente la producción de papa, tomate y cebolla, los cuales dieron cuenta por sí solos de 40% de la suba en el valor de los alimentos, que ascendió a 5,2% en el trimestre. En este sentido, a diferencia de los años 90, cuando la oferta externa (principalmente de países limítrofes) suplía los faltantes locales suavizando los movimientos en los precios internos de estos productos, luego de la devaluación del peso los precios se mostraron mucho más sensibles a lo ocurrido con la producción local sectorial. Algo similar se observa en el caso de las frutas, donde las alzas registradas recientemente se ubican más en línea con la estacionalidad propia de este rubro del IPC. De hecho, con excepción del 2002, cuando tras la devaluación se observó una fuerte alza inicial en los precios de las verduras y frutas, desde entonces el valor de este grupo de productos presenta alteraciones transitorias, que no muestran persistencia (ver Gráfico VIII.3).

Este aumento en el precio de los alimentos se reflejó en el comportamiento de los precios de los bienes que componen la Canasta Básica Alimentaria (CBA) y la Canasta Básica Total (CBT), que aumentaron 4,9% y 3% respectivamente, luego de haberse mantenido prácticamente sin cambios a lo largo del segundo trimestre (ver Gráfico VIII.4).

La caída en los precios regulados fue causada fundamentalmente por la reversión de la imputación del Programa de Uso Racional de la Energía Eléctrica. Esto se produjo a partir de cambios normativos (Resoluciones N°729/2005 y 1.063/2005 de la Secretaría de Energía) que postergaron en forma retroactiva al 10 de septiembre la puesta en marcha de los premios y castigos que se venían implementando desde mayo, y redujo a la mitad las penalidades sobre las que ahora, además, no se computan impuestos (ver Gráfico VIII.5).

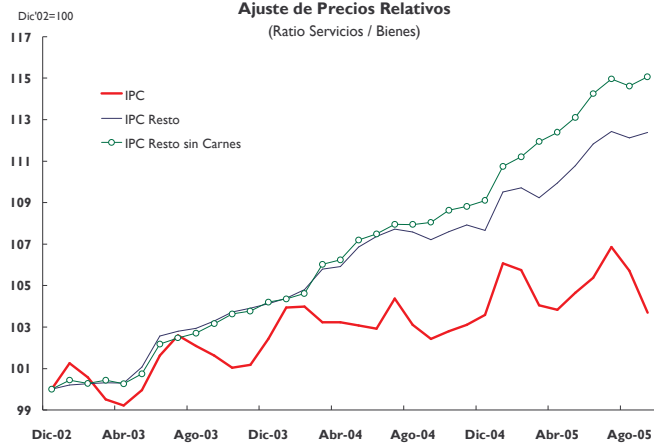
Por su parte, el aumento del IPC Resto sigue reflejando una recomposición de precios relativos a favor de los servicios (ver Gráfico VIII.6). De todos modos, excluidos los servicios, la suba del IPC Resto continúa siendo de importancia y asciende a 9,9% i.a., en un contexto donde los márgenes minoristas siguen aumentando (ver Gráfico VIII.2). En parte el aumento en los

Gráfico VIII.5
Precios Minoristas de Gas y Electricidad



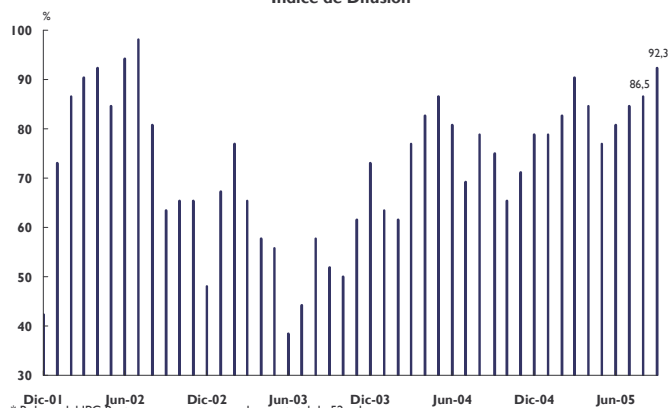
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y ENARGAS

Gráfico VIII.6
Ajuste de Precios Relativos
(Ratio Servicios / Bienes)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico VIII.7
Índice de Difusión*



* Rubros del IPC Resto que aumentaron sobre un total de 52 rubros
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y ENARGAS

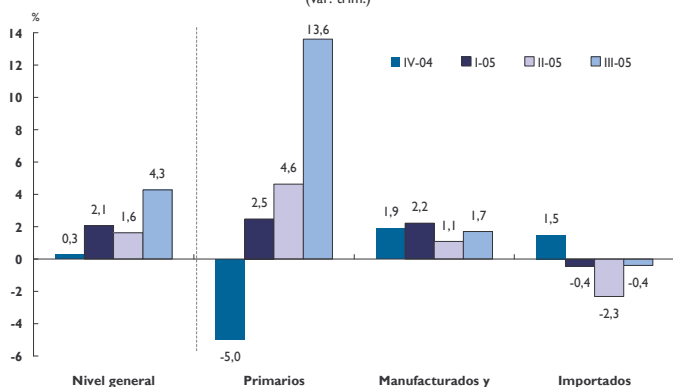
precios de los bienes también responde a la recomposición de precios relativos en sectores para los que se abrieron mercados externos y tienen una oferta relativamente rígida en el corto plazo. En este sentido, luego de haberse mantenido estables a lo largo del segundo trimestre, los precios de carnes y lácteos volvieron a reflejar alzas. Esta situación derivó en la aplicación de medidas para aplacar las presiones alcistas. En particular, se aplicaron derechos de exportación en el caso de los lácteos, y se aumentó el peso mínimo de la faena en forma escalonada a partir de noviembre, además de sellarse acuerdos de precios con supermercados, consignatarios y frigoríficos en el caso de las carnes. Estas medidas fueron exitosas en su objetivo de morigerar en lo inmediato los aumentos en los precios locales en un contexto donde la demanda externa sigue en alza (ver Sección III). Los precios del rubro carnes del IPC fueron afectados además por el incremento en el precio del pescado, cuya oferta se vio reducida por el paro de trabajadores del sector que se extendió por más de dos meses y recién finalizó parcialmente en los primeros días de octubre. Aún excluyendo la recomposición de precios relativos a favor de los servicios y de los dos rubros mencionados, el aumento del IPC Resto bienes asciende a 8,2% i.a., detectándose una elevada difusión a prácticamente todos los rubros (ver Gráfico VIII.7).

Si bien en el último trimestre de 2005 los factores de oferta coyunturales que afectaron los precios de los alimentos deberían diluirse, es factible que la tasa de inflación se mantenga en torno a los niveles actuales, habida cuenta de los aumentos pendientes en sectores puntuales que se concretarían en la última parte del año. En el caso de la carne, a partir de noviembre comenzarían a operar presiones al alza en sus precios, ya que si bien la medida del Ministerio de Economía y Producción mencionada apunta a aumentar la oferta en el mediano plazo, en el corto plazo la reduce. Esto se da en un contexto donde a la apertura de nuevos mercados de exportación se suma la reciente aparición de casos de aftosa en el sur de Brasil que podría limitar las exportaciones del país vecino y por ende favorecer las de Argentina, con su consecuente impacto sobre la oferta local y los precios. Adicionalmente, se esperan algunos aumentos en sectores de servicios no sujetos a regulación, pero cuyos precios dependen en alguna medida de decisiones de política económica. En este sentido, son varias las empresas de medicina prepaga que ya anunciaron aumentos en sus tarifas en el tramo final del año, al tiempo que también estaría autorizada una suba adicional en las cuotas de los colegios privados del Gran Buenos Aires.

Para el año próximo se proyecta una desaceleración en la inflación *core*, acorde con la reducción prevista en el ritmo de crecimiento de la economía a partir de un menor estímulo fiscal y monetario, previéndose que el aumento entre puntas del IPC se ubique en línea con lo dispuesto en el Proyecto de Presupuesto 2006. Sin embargo, esta trayectoria estará supeditada en gran medida a la magnitud de los efectos de segunda ronda derivados de los aumentos de salarios y costos, entre ellos los energéticos. En este sentido, el objetivo del BCRA de desactivar las expectativas de una aceleración de la inflación resulta importante para reducir los riesgos de indexación de la economía. De todos modos, aún resta ver que es lo que ocurrirá con los sectores sujetos directa e indirectamente a algún tipo de regulación. Así, será determinante la trayectoria que muestren las tarifas minoristas de los servicios públicos (electricidad, gas, agua, transporte y comunicaciones), los posibles

Gráfico VIII.8

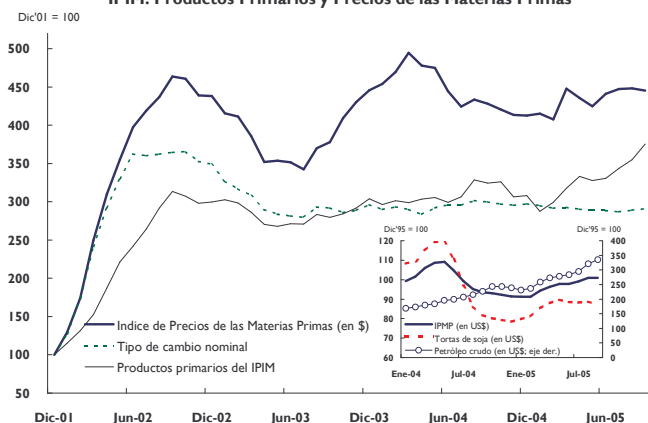
IPIM. Nivel General y Rubros
(var. trim.)



Fuente: INDEC

Gráfico VIII.9

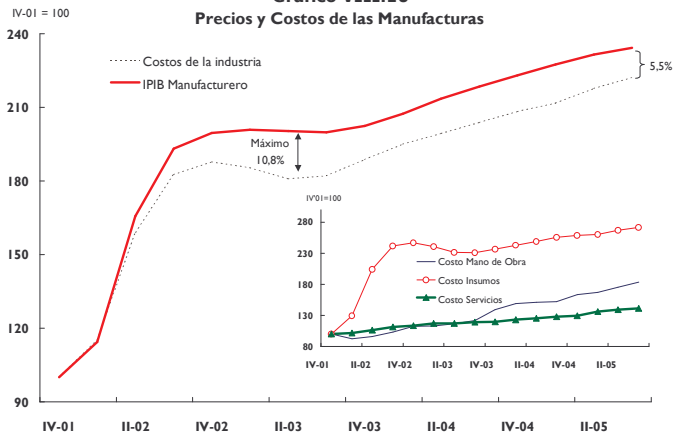
IPIM. Productos Primarios y Precios de las Materias Primas



Fuente: INDEC y BCRA

Gráfico VIII.10

Precios y Costos de las Manufacturas



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

cambios en los acuerdos impositivos en cigarrillos y la trayectoria de otros precios (carnes, lácteos y combustibles) en donde el Gobierno está participando activamente para influir en su evolución.

VIII.3 Precios Mayoristas

Los precios mayoristas exhibieron un aumento de 4,3% en el tercer trimestre, muy superior al de los trimestres previos. Esta suba, revirtió parcialmente el rezago que mostraban los precios mayoristas con respecto al IPC desde principios de año. En efecto, en nueve meses el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) acumula una suba de 8,2%, frente a 8,9% del IPC.

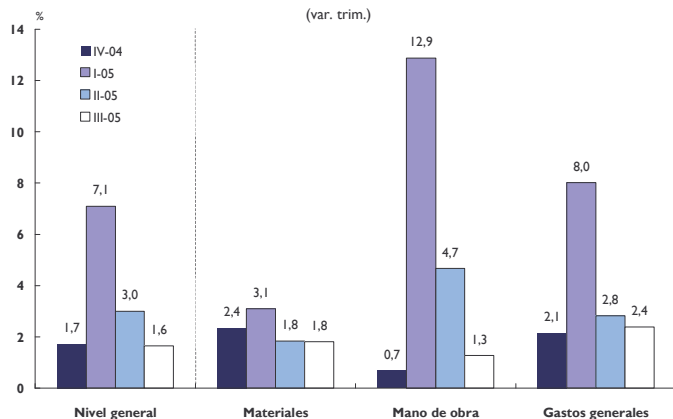
El aumento de los precios de los Productos Primarios de 13,6% explican casi la totalidad de la dinámica del trimestre. En cambio, los precios de los Productos Manufacturados subieron 1,7% y los de los Productos Importados cayeron 0,4% (ver Gráfico VIII.8).

Si bien todos los componentes del rubro Productos Primarios mostraron alzas a lo largo del trimestre, el principal impulso estuvo dado por el aumento de 23% en el precio del Petróleo crudo. Esta suba es la contracara del incremento de precios en el mercado internacional, donde la cotización del WTI acumula en el año una suba de 50% (ver Gráfico VIII.9 y Sección II). En el caso de los productos agropecuarios, a la recuperación que evidenciaron los precios de los *commodities* agrícolas, se sumaron aumentos en carnes, pescados y hortalizas y legumbres. Como se mencionó antes, los incrementos en estos dos últimos sectores obedecieron a factores de oferta que tenderían a diluirse en los próximos meses, a lo que se suma el menor dinamismo registrado por los precios de las materias primas agrícolas en los últimos dos meses.

En el caso de los Productos Manufacturados, el aumento en el tercer trimestre se ajusta a la dinámica promedio que, con excepción del trimestre pasado, vienen manteniendo desde mediados de 2003 los precios de este grupo de bienes, creciendo en torno a 2% por trimestre. El alza se extendió a prácticamente todos los subsectores, destacándose las subas en vehículos, máquinas y aparatos eléctricos, muebles, madera y productos de madera, que registraron incrementos superiores a 2,5%. Esta nueva ronda de suba de precios de los bienes manufacturados era esperable, en la medida en que estos sectores comienzan a enfrentar un aumento en los costos tanto de la mano de obra como de los insumos (energéticos y de otro tipo). No obstante, por segundo trimestre consecutivo la dinámica de los precios en términos agregados no permitió compensar el aumento en los costos, por lo que volvió a registrarse una caída en la rentabilidad del sector (ver Gráfico VIII.10).

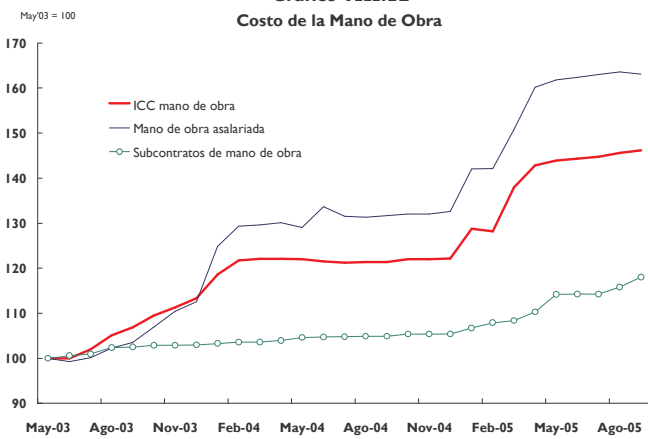
En adelante, la evolución de los precios mayoristas seguiría dependiendo fundamentalmente de la trayectoria que muestran los precios de los *commodities* (ver Sección II). En este sentido, las perspectivas apuntan a una mayor estabilidad principalmente en metales (que incluso podrían caer si se efectiviza el aumento anunciado en la oferta mundial) y *commodities* agropecuarias. Por el contrario, los precios de la carne continuarían en alza a raíz de la apertura de nuevos mercados, además de la aparición de casos de aftosa en el sur de Brasil, lo cual podría impulsar la demanda y precios de la carne argentina. Por su parte, el precio del petróleo,

Gráfico VIII.11
ICC y Componentes
(var. trim.)



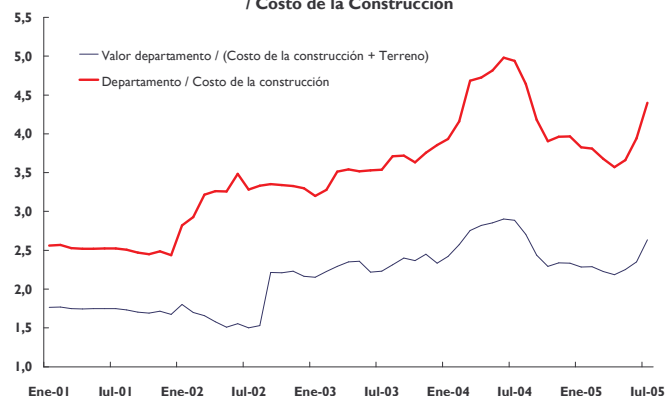
Fuente: INDEC

Gráfico VIII.12
Costo de la Mano de Obra



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC

Gráfico VIII.13
Relación Precio de Venta Departamento Nuevo
/ Costo de la Construcción



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

que recientemente experimentó una leve reducción tras alcanzar un pico a fines de agosto, seguiría mostrando una elevada volatilidad en el corto/mediano plazo. Asimismo, es probable que los precios de los bienes manufacturados muestren incrementos mayores, en un contexto donde se proyecta que las presiones de costos sigan creciendo.

VIII.4 Costos de la Construcción

En línea con lo esperado, en el tercer trimestre 2005 el ritmo de crecimiento en los costos de la construcción mostró una importante desaceleración en relación a la primera mitad del año. En efecto, luego de crecer a un ritmo de 5% trimestral en el primer semestre, entre junio y septiembre el aumento se redujo a 1,6% trimestral, registrándose en septiembre un incremento de 14,1% i.a. (ver Gráfico VIII.11).

En el tercer trimestre el comportamiento de los tres rubros que componen el indicador fue muy homogéneo, observándose subas con respecto al trimestre previo de 2,4% en Gastos Generales, 1,8% en Materiales y 1,3% en Mano de Obra. Esta situación difiere de lo registrado en la primera parte del año, cuando las subas de precios de la Mano de Obra y los Gastos Generales se ubicaron por encima del alza en Materiales.

El leve incremento en los costos de la Mano de Obra en el tercer trimestre está explicado casi exclusivamente por el encarecimiento de los subcontratos que comenzaron a incorporar las mayores presiones de costos salariales, que hasta ahora venían siendo absorbidas por menores márgenes. Esto se produjo luego del fuerte incremento registrado por los salarios del sector en la primera mitad del año, a partir del resultado de la negociación colectiva que tuvo lugar en un contexto de aumento del nivel de actividad de este bloque. Cabe recordar que desde comienzos de año, el aumento de los costos laborales sectoriales asciende a 19,7% (ver Gráfico VIII.12).

Los mayores costos de los Materiales y los Gastos Generales, que acumulan en lo que va de 2005 subas de 6,9% y 13,7% respectivamente, también están en gran medida correlacionados con la favorable evolución que muestra el sector de la construcción. A pesar de los mayores costos, los márgenes del sector siguen siendo elevados, gracias a la evolución que continúan mostrando los precios de los inmuebles (ver Gráfico VIII.13). De todos modos, el principal impulso sectorial durante el corriente año sigue siendo la obra pública y las edificaciones comerciales e industriales (ver Sección III). Ante este escenario, donde se espera se mantenga el dinamismo de la actividad, se proyectan nuevos aumentos en los costos, aunque más en línea con la dinámica del último trimestre, compatible con un ritmo anualizado de 6,6%.

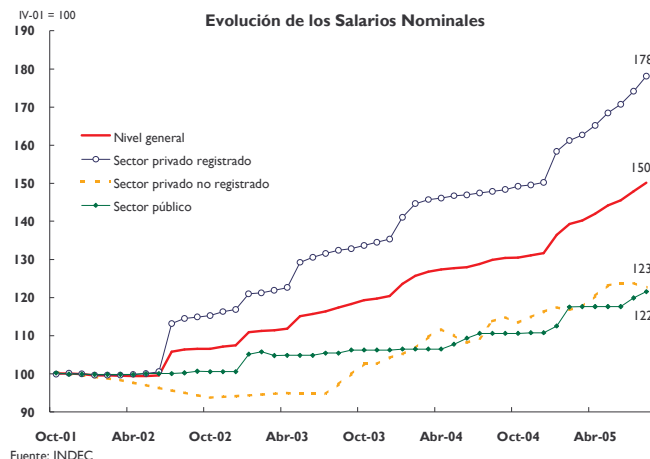
VIII.5 Salarios

Durante el tercer trimestre continuó la recuperación del salario nominal. Entre junio y agosto el salario promedio nominal de la economía se incrementó 3,2%, superando la inflación del período y permitiendo una recomposición en términos reales.

La negociación colectiva continuó siendo a lo largo del tercer trimestre el eje fundamental de la discusión salarial, a la que se

Gráfico VIII.14

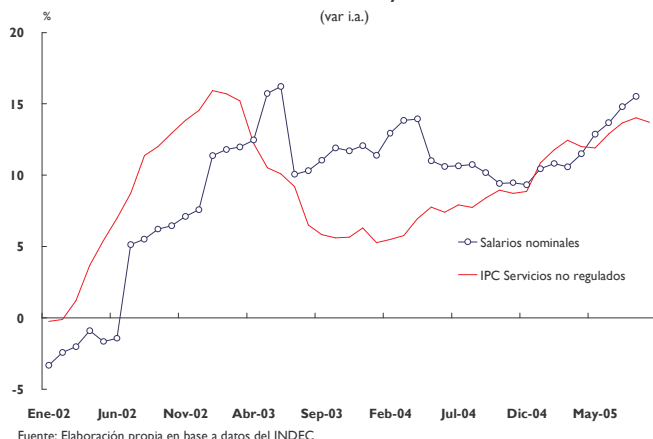
Evolución de los Salarios Nominales



sumaron los acuerdos firmados dentro del sector público nacional. De este modo, al sector privado formal, principal impulsor de los salarios en la primera mitad del año, en el tercer trimestre se añadió el sector público, con una suba acumulada de 3,3%. Por el contrario, los ingresos percibidos por el sector privado informal registraron una caída nominal de casi 1% a lo largo del período (ver Gráfico VIII.14).

Esto marca una mayor polarización en los ingresos teniendo en cuenta que los salarios reales del sector privado formal superan en casi 7% los pagados a fines de 2001, mientras los informales todavía acumulan una caída de 26% en el mismo lapso. En línea con lo anterior, de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) se desprende que actualmente en los principales aglomerados urbanos la brecha entre los ingresos de los asalariados privados registrados y los no registrados asciende a alrededor del 90% en favor de los primeros, ubicándose asimismo los ingresos de los empleados públicos 80% por encima de los trabajadores privados no registrados o informales.

Gráfico VIII.15

Evolución de Precios y Salarios
(var. i.a.)

Las negociaciones colectivas ya se hicieron extensivas y están finalizando en la mayor parte de los sectores, por lo que el ritmo de la recomposición salarial debería reducirse en los próximos meses. Sin embargo, en varios acuerdos se incluyó un sendero de futuros aumentos y en los próximos meses estos ajustes deberían verse reflejados en mayores salarios. Adicionalmente, en otros acuerdos se estipuló una reapertura automática de las negociaciones en un escenario determinado de aumento de precios. De este modo, la aceleración de la inflación en el último año podría inducir, al menos en algunos sectores, una nueva ronda de negociación salarial.

Con todo, el impacto sobre los precios de los aumentos de salarios dependerá, fundamentalmente, de las características de cada sector. En sectores de servicios, donde el traslado a precios de la devaluación continúa siendo reducido y sus márgenes más acotados, es factible que se potencien nuevos aumentos. En los sectores productores de bienes transables el impacto sobre los precios tampoco sería neutro, teniendo en cuenta el efecto directo e indirecto (a través del aumento en los servicios) que genera el incremento en los salarios. Adicionalmente, se podrían sumar posibles impulsos originados por conflictos laborales que afecten coyunturalmente la oferta de bienes, provocando aumentos en los precios que, una vez finalizada la disputa, pueden ser aprovechados para una recomposición de márgenes. Sin embargo, hasta el momento este factor se ha circunscrito a un reducido número de sectores.

IX. RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO (REM)

IX.1 Síntesis

Las expectativas de inflación para 2005 se mantuvieron relativamente estables durante la mayor parte del tercer trimestre y hasta principios de octubre. De este modo, la mediana de las estimaciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) se ubica levemente por encima de 11%. Por su parte, las previsiones de aumento de los precios para 2006 se incrementaron a lo largo del trimestre y actualmente rondan 10%.

En un contexto donde el crecimiento real de la economía en el segundo trimestre fue mayor al esperado, las previsiones sobre la evolución del PIB real para el corriente año y para 2006 se incrementaron, impulsadas por importantes aumentos en las proyecciones de Inversión y Consumo. Así, el REM prevé que la economía crecería 7,7% en 2005 y 5,3% en 2006.

Asimismo, en los últimos tres meses continuaron creciendo considerablemente las proyecciones de Reservas Internacionales y Recaudación Tributaria Nacional, y de esta manera, las Reservas para 2005 alcanzarían US\$26.700 y US\$29.500 para 2006, mientras que la recaudación sumaría \$117.500 millones (22,4% del PIB) y \$130.000 millones (21,9% del PIB), respectivamente.

Finalmente, se redujeron sensiblemente las estimaciones para la Tasa de Desocupación y el mercado pronostica que alcanzaría 10,9% para 2005 y 9,8% en 2006.

Gráfico IX.1

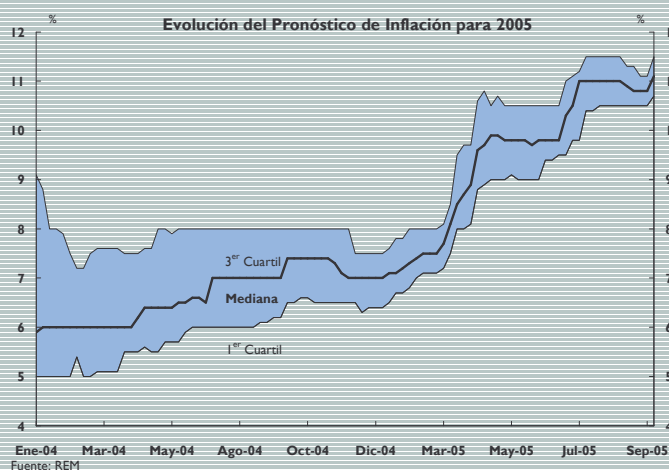


Gráfico IX.2

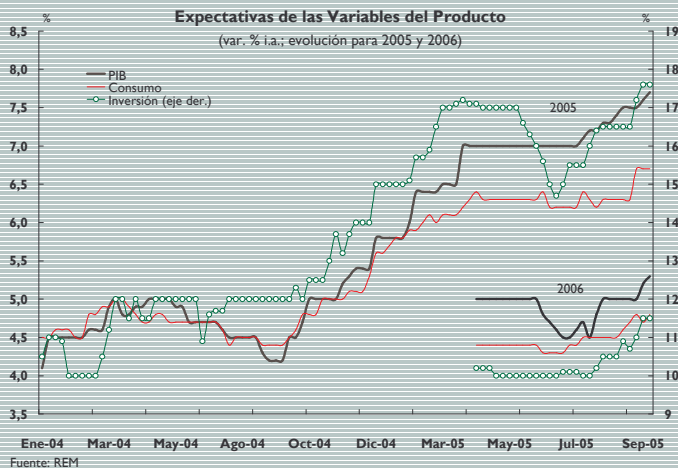
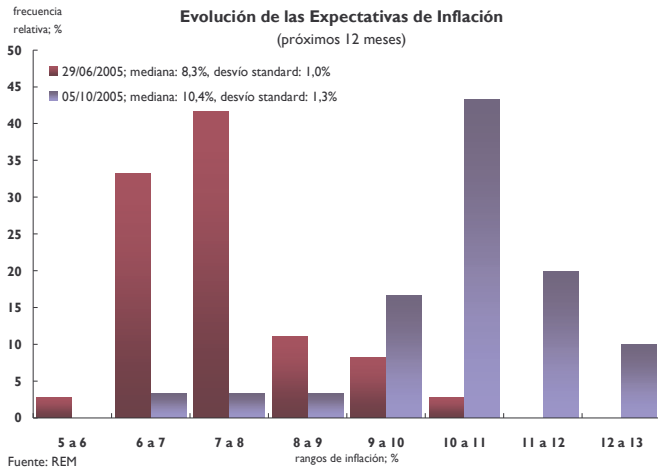


Gráfico IX.3

Evolución de las Expectativas de Inflación
(próximos 12 meses)

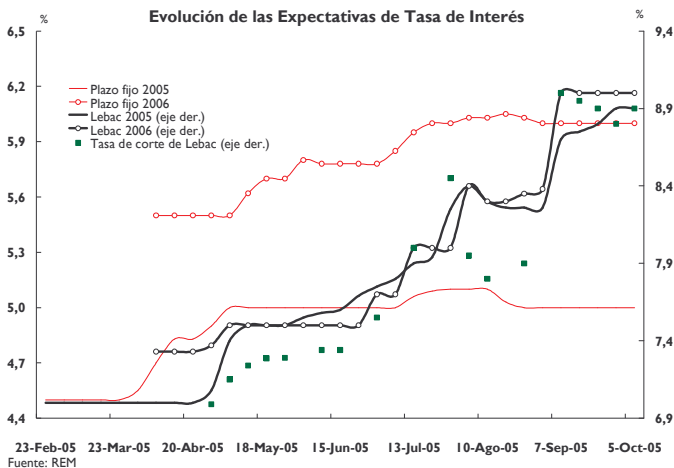
IX.2 Evolución y Principales Resultados

Las expectativas de inflación para 2005 se mantuvieron relativamente estables durante la mayor parte del tercer trimestre. Sin embargo, a principios de octubre esta relativa estabilidad se vio interrumpida al ajustarse las proyecciones luego de conocerse la inflación de septiembre, que fue mayor a la esperada (ver Gráfico IX.1).

En el mismo sentido evolucionó la inflación estimada por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) para los próximos doce meses y la mediana se situó en 10,4%. Además, también se observó un incremento en el desvío standard de estas proyecciones que actualmente se ubica en 1,3%, reflejando en parte una mayor incertidumbre sobre la evolución de los precios (ver Gráfico IX.3). Asimismo, la mediana de las estimaciones para 2006 creció en el último trimestre y ahora se ubica en 9,8%.

Gráfico IX.4

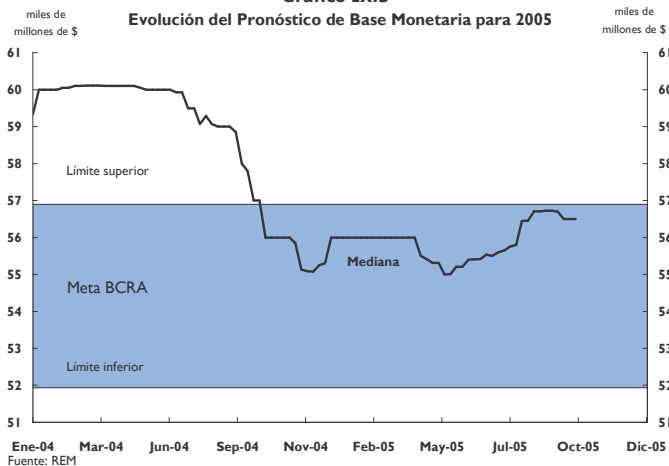
Evolución de las Expectativas de Tasa de Interés



Las expectativas sobre la evolución del nivel de actividad económica continuaron exhibiendo una tendencia creciente, en un contexto donde en ocasiones, los diversos indicadores de actividad mostraron resultados mejores a los previstos. En particular, la mediana de crecimiento real del PIB aumentó 0,7 puntos porcentuales (p.p.) para 2005 y 2006 y, de esta manera, el crecimiento real del PIB alcanzaría 7,7% y 5,3%, respectivamente. Esta mejora en las expectativas fue impulsada por importantes incrementos en las estimaciones de Inversión y Consumo²⁰ a lo largo del trimestre. En particular, la mediana de la Inversión aumentó 2,9 p.p. para 2005 y 1,5 p.p. para 2006 y el REM prevé tasas de crecimiento de 17,6% y 11,5% para estos períodos. Por su parte, el Consumo exhibió una suba de 0,5 p.p. para el año y para 2006, alcanzando un crecimiento real de 6,7% en 2005 y 4,8% en 2006. Adicionalmente, las previsiones del EMAE manifiestan un comportamiento similar, en línea con el desempeño de las estimaciones del PIB (ver Gráfico IX.2).

Gráfico IX.5

Evolución del Pronóstico de Base Monetaria para 2005



Las expectativas sobre la evolución de las variables monetarias mostraron leves aumentos a lo largo del trimestre y el mercado espera que el *stock* de Depósitos de fin del corriente año llegue a \$97.000 millones (18,5% del PIB) y a \$110.000 millones (21% del PIB) en 2006. En el mismo sentido, el *stock* de Préstamos también se incrementó y la mediana de la distribución de las proyecciones se ubica en \$50.600 millones (9,6% del PIB) y \$60.000 millones (11,4% del PIB) para 2005 y 2006, respectivamente. Asimismo, las estimaciones de la tasa de interés de las Lebac en pesos a un año de plazo subieron 110 puntos básicos (p.b.) para 2005 con respecto al **Informe de Inflación** anterior y la mediana se ubica en 8,9%, mientras que para 2006 las expectativas se incrementaron 130 p.b. y la tasa se sitúa en 9%. La tasa de interés plazo fijo en pesos a 30-44 días no exhibió modificaciones considerables y, de esta manera, el REM prevé que la tasa para diciembre del corriente año se ubique en 5% y en 6% para 2006 (ver Cuadro IX.4).

Las estimaciones para la Base Monetaria Amplia (BMA) de fin de año aumentaron \$1.000 millones y la mediana de las proyecciones alcanzó \$56.500 millones, ubicándose levemente por debajo del rango fijado en el Programa Monetario vigente (ver Gráfico IX.5).

²⁰ El formato de la variable Consumo relevada por el REM se compone de la suma del Consumo privado, el Consumo público y la Discrepancia estadística.

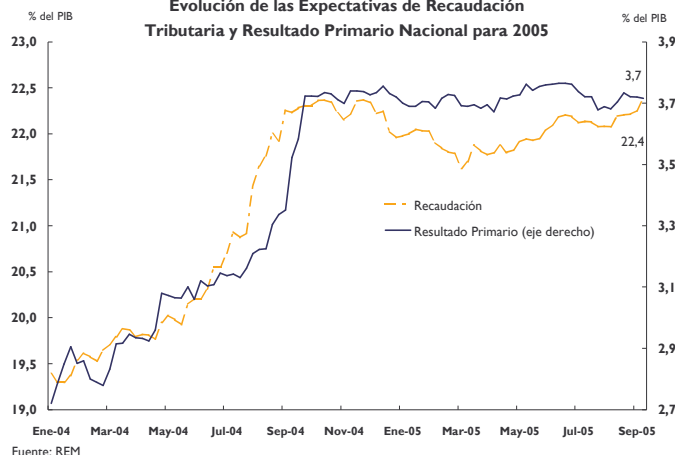
Cuadro IX.1
Pronósticos de las Variables Monetarias y Financieras

Variable	2005		2006	
	29-Jun	5-Oct	29-Jun	5-Oct
Base Monetaria Amplia; mill de \$	55.500	56.500	60.178	62.000
Depósitos Totales; mill de \$	95.534	97.000	106.400	110.000
Depósitos Totales/PIB, %	18,4	18,5	20,5	21,0
Préstamos Totales; mill de \$	48.500	50.600	56.925	60.000
Préstamos Totales/PIB, %	9,4	9,6	11,0	11,4
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días; %	5,0	5,0	5,8	6,0
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año; %	7,8	8,9	7,7	9,0
Tipo de Cambio Nominal: \$/US\$	2,95	2,92	3,00	2,98

Fuente: REM

Gráfico IX.6

Evolución de las Expectativas de Recaudación Tributaria y Resultado Primario Nacional para 2005



Fuente: REM

Gráfico IX.7

Evolución de las Expectativas para Reservas Internacionales



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

En un marco en donde las finanzas públicas continúan mostrando una evolución positiva, la mediana de las expectativas de Recaudación Tributaria aumentó \$2.950 millones para 2005 y \$3.000 millones para 2006 y, de esta forma, el REM prevé que la Recaudación sume \$117.500 millones y \$130.000 millones, respectivamente. Asimismo, la mediana del Resultado Primario del Sector Público Nacional No Financiero (SPNF) asciende a \$19.500 millones para 2005 y \$20.500 millones para 2006. En relación con el PIB, la presión tributaria estimada por el REM alcanzaría 22,4% para 2005 y 21,9% en 2006, mientras que el Resultado Primario representa el 3,7% y el 3,5%, respectivamente (ver Gráfico IX.6). En este sentido, las estimaciones del mercado sobre el desempeño del resultado primario en lo que resta del año y en 2006 son más altas que las previstas en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2006²¹ (ver Sección VI).

A lo largo del trimestre, las proyecciones de Exportaciones e Importaciones para 2005 y 2006 subieron considerablemente en los últimos meses, sobre todo luego de que se difundieron los resultados correspondiente al mes de agosto de 2005. En este sentido, el mercado estima que las Exportaciones alcanzarían los US\$39.540 millones para fin de año y los US\$42.000 millones para 2006, mientras que la mediana de las Importaciones se ubica en US\$28.987 y US\$32.910 millones para los mismos períodos.

Las expectativas para el *stock* de Reservas Internacionales de todos los períodos relevados registraron continuos aumentos a lo largo de los últimos meses y por esa razón las Reservas alcanzarían US\$26.700 millones para 2005 y US\$29.500 millones en 2006 (ver Gráfico IX.7).

Finalmente, la mediana de la tasa de Desocupación para el tercer trimestre del año se redujo 0,2 p.p. alcanzando 11,4%, en tanto que para fines de 2005 y de 2006 las estimaciones bajaron 0,1 p.p. para ambos períodos y se ubican en 10,9% y 9,8%, respectivamente.

Entre julio y septiembre se incorporó un nuevo participante al Relevamiento y de esta manera el REM cuenta con 55 participantes habilitados para cargar estimaciones.

²¹ En realidad, la comparación no es estrictamente correcta dado que la estimación incluida en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2006 es en base devengado, mientras que el dato relevado por el REM es en base caja.



RESULTADOS DEL REM. SEMANA DEL 5 DE OCTUBRE DE 2005

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2006-SEP		
	Promedio	Mediana	Desvío
IPC: var. 12 meses; en %	10,4	10,4	1,3
VARIABLES			
2005-AGO			
Promedio	Mediana	Desvío	
2005-SEP			
Promedio	Mediana	Desvío	
2005-OCT			
Promedio	Mediana	Desvío	
2005-NOV			
Promedio	Mediana	Desvío	
2005-ANL			
Promedio	Mediana	Desvío	
2006-ANL			
Promedio	Mediana	Desvío	
Precios			
IPC: var. mensual; en %			
IPC: var. interanual implícita, en % (*)			
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)			
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %			
Monetarias y Financieras			
Base Monetaria Amplia: prom. mensual; en mill. de \$	54.212	54.249	509
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mill. de \$	94.527	94.528	541
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mill. de \$	48.540	48.700	480
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %	4,4	4,3	0,3
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %	8,8	8,9	0,3
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$/US\$	2,91	2,91	0,02
Actividad Económica			
EMAE: var. interanual; en %	7,8	7,9	0,6
EMI: var. interanual; en %			
Sector Externo			
Exportaciones: en mill. de us\$		3.470	3.470
Importaciones: en mill. de us\$		2.595	2.580
Fiscales			
Recaudación Tributaria Nacional; en mill. de \$			
Resultado Primario del SPNF; en mill. de \$		1.606	1.620

2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2005-TR3			2005-TR4			2006-TR1			2006-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
Actividad Económica												
PIB a precios constantes: variación interanual; en %	7,4	7,4	0,5	6,1	6,2	0,6				7,6	7,7	0,5
PIB a precios corrientes; en mill. de \$										52,480	52,480	10,718
Consumo Total a precios constantes: variación interanual; en %	6,9	6,8	1,0	5,8	5,9	1,0				591,433	593,500	19,150
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes: variación interanual; en %	17,2	17,9	2,6	16,1	15,4	3,5				4,9	4,8	0,8
Tasa de desocupación; en %	11,5	11,4	0,4							11,6	11,5	2,5
Sector Externo												
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mill. de US\$	966	890	624	626	630	573				2,580	2,610	1,447
Monetarias y Financieras												
Reservas Internacionales: fin de período; en mill. de US\$							27,987	27,858	830	26,526	26,700	1,430

(*) 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

\$: Pesos argentinos

€: Euro

acum.: Acumulado

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores

AFJP: Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones

Arg: Argentina

ASEAN: Association of Southeast Asian Nations

AT: Adelantos transitorios

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BID: Banco Interamericano de Desarrollo

BIRF: Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento

BMA: Base Monetaria Amplia. Definida como la circulación monetaria en pesos, la cuenta corriente en pesos de las entidades financieras en BCRA, más el *stock* de cuasimonedas

BODEN: Bonos del Estado Nacional

BOGAR: Bono Garantizado

CBA: Canasta Básica Alimentaria

CBT: Canasta Básica Total

CC: Cuenta corriente

CEDRO: Certificado de Depósitos Reprogramados

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CIF: Cost, insurance and freight

ClaNAE: Clasificación Nacional de Actividades Económicas

CNV: Comisión Nacional de Valores

CMN: Consejo Monetario Nacional

Copom: Comité de Política Monetaria (Brasil)

CV: Cargo variable

Deptos: Departamentos

DGA: Dirección General de Aduanas

DGI: Dirección General Impositiva

dif: Diferencia

DPN: Deuda Pública Nacional

EE.UU.: Estados Unidos

Efvo.: Efectivo

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EM: Efectivo Mínimo

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI+: Emerging Markets Bond Index

EMI: Estimador Mensual Industrial

EPH continua: Nueva Encuesta Permanente de Hogares

EPH puntual: Encuesta Permanente de Hogares Tradicional

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

Eurostat: Oficina de Estadística de la Unión Europea

FCI: Fondos Comunes de Inversión

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

FF: Fideicomisos Financieros

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FOB: Free on Board

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

GBA: Gran Buenos Aires

Gto Prim.: Gasto primario

ha: Hectáreas

i.a.: Interanual

IAPC: Índice Armonizado de Precios al Consumidor

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Brasil)

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ICC: Índice del Costo de la Construcción

ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

IED: Inversión Extranjera Directa

IFI: Instituciones Financieras Internacionales: FMI, BID y BIRF

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

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

IPC: Índice de Precios al Consumidor

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada



IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor	PP: Productos Primarios
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	PP-06: Proyecto de Presupuesto 2006
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	Prom. mov.: Promedio móvil
IRD: Inversión Real Directa	PUREE: Programa de Uso Racional de Energía Eléctrica
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	PyMES: Pequeñas y Medianas Empresas
ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos	R\$: Reales brasileños
ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado por la DGA	Repo: Tasa sobre pases activos del Banco de Inglaterra, utilizada como tasa de interés de referencia
IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado recaudado por la DGI	Res n°: Resolución número
IVA: Impuesto al Valor Agregado	Rofex: Rosario Futures Exchange
Kg.: Kilogramos	S.A.: Sociedad Anónima
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	s.e.: Serie sin estacionalidad
LFCF: LatinFocus Consensus Forecast	SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
LIBOR: London Interbank Offered Rates	Selic: Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)
LPI: Ley de Promoción de Inversiones	SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
m²: Metros cuadrados	SISCEN: Sistema Centralizado de Requerimientos Informativos
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	SMVM: Salario mínimo vital y móvil
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
MAE: Mercado Abierto Electrónico	SPP: Sector Público Provincial
Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires	tns: Toneladas
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	Trim.: Trimestral
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	UADE: Universidad Argentina de la Empresa
MRO: Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)	UCI: Utilización de la Capacidad Instalada
NF: No Financiero	UE: Unión Europea
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	UNIREN: Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos
O/N: Overnight	US\$/b: Dólares por barril
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	US\$: Dólares estadounidenses
p.b.: Puntos básicos	USDA: United States Department of Agriculture (Secretaría de Agricultura de los EEUU)
p.p.: Puntos porcentuales	UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
PAMI: Programa de Atención Médica Integral	var.: Variación
PCE: Price Index for Personal Consumption Expenditure	Vtas: Ventas
PEA: Población Económicamente Activa	WTI: West Texas Intermediate (petróleo de referencia en Argentina)
PIB: Producto Interno Bruto	XN: Exportaciones Netas
PJyJH: Plan Jefas y Jefes de Hogar	