

# INFORME DE INFLACIÓN



---

Banco Central  
de la República Argentina

---

Cuarto Trimestre de 2006



---

# INFORME DE INFLACIÓN

---

**Banco Central  
de la República Argentina**

---

Cuarto Trimestre de 2006

---

Banco Central de la República Argentina

---

Octubre 2006  
ISSN: 1668-0561  
*Edición electrónica*

Reconquista 266  
Capital Federal, Argentina  
C1003ABF. Tel.: 4000-1207  
[www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

---

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

[analisismacro@bcra.gov.ar](mailto: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 4 de octubre, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de septiembre de 2006. La próxima publicación del **Informe de Inflación**, correspondiente al primer trimestre de 2007, será el 17 de enero a través de internet.*

Buenos Aires, 23 de octubre de 2006



## Contenido

<b>I. Visión Institucional .....</b>	<b>8</b>
<b>II. Contexto Internacional .....</b>	<b>12</b>
<b>Apartado 1. Precios de las materias primas: ¿sólo volatilidad o hacia un nuevo nivel? .....</b>	<b>18</b>
<b>III. Actividad Económica .....</b>	<b>23</b>
<b>IV. Empleo y Salarios .....</b>	<b>32</b>
<b>V. Sector Externo.....</b>	<b>37</b>
<b>Apartado 2. Exportaciones no tradicionales: el rol del complejo minero .....</b>	<b>43</b>
<b>VI. Finanzas Públicas.....</b>	<b>45</b>
<b>VII. Política Monetaria y Mercado de Activos.....</b>	<b>53</b>
<b>Apartado 3. Esterilización monetaria, un mecanismo para consolidar la estabilidad ....</b>	<b>63</b>
<b>VIII. Inflación .....</b>	<b>65</b>
<b>IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) .....</b>	<b>72</b>
<b>Resultados del REM. Septiembre de 2006 .....</b>	<b>76</b>
<b>Glosario de Abreviaturas y Siglas.....</b>	<b>77</b>



## I. VISIÓN INSTITUCIONAL

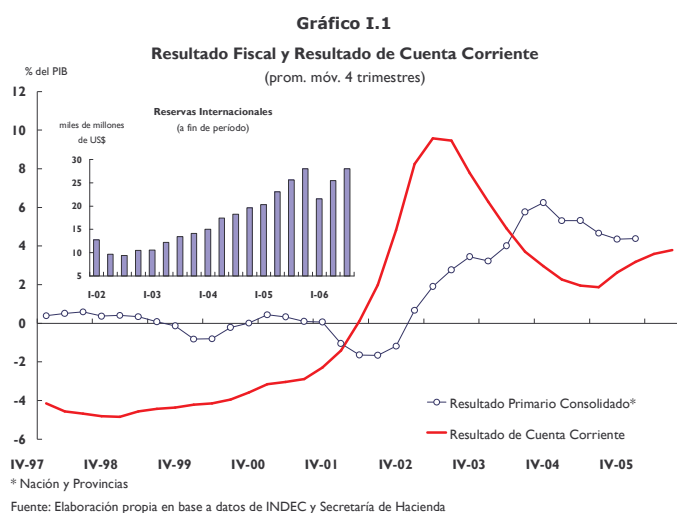
El BCRA continuó con su política prudencial de acumulación de Reservas Internacionales, lo que permitió en nueve meses recomponer el nivel de Reservas de diciembre pasado, previo a la cancelación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Como ocurre en la mayoría de los países emergentes, la política sistemática de acumulación de Reservas funciona en Argentina como un mecanismo anticíclico para reducir la vulnerabilidad de la economía. En efecto, esta estrategia constituye uno de los pilares centrales del programa económico, garantizando la estabilidad macroeconómica, aumentando confianza en la moneda nacional, disminuyendo el riesgo país y el costo financiero de la economía y reduciendo la incertidumbre originada en los mercados financieros internacionales.

Al respecto, el contexto internacional continúa siendo favorable a partir del dinamismo exhibido por Europa, Japón y los países emergentes (particularmente China, India y Rusia). Sin embargo, la volatilidad registrada en los mercados financieros durante los meses de mayo y junio y la desaceleración económica de Estados Unidos tornan algo más incierto el escenario de crecimiento mundial y de elevados precios de las materias primas. Otros factores de incertidumbre están dados por la evolución del precio del petróleo, no obstante su reciente descenso (ver Apartado 1), un posible aumento del proteccionismo y una eventual corrección desordenada de los desequilibrios globales (aunque no se espera que su ajuste se produzca de inmediato). Estas incertidumbres realzan la importancia de las políticas prudenciales.

La política prudencial de acumulación de Reservas estuvo complementada por un estricto programa de absorción monetaria, cuya profundidad se sustenta en la fortaleza que exhibe el balance del Banco Central. La expansión monetaria generada por la compra de divisas fue esterilizada a través de la colocación de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC), donde se ha incrementado tanto la variedad como la liquidez y los plazos promedios de los instrumentos, a lo que se suma la cancelación anticipada de redescuentos. Los cambios en la política de encajes también fueron importantes factores de esterilización en el período de análisis (ver Apartado 3).

De este modo, el programa de acumulación de divisas y la profunda política de esterilización monetaria junto al resto de los elementos centrales del programa económico, como los superávits gemelos (fiscal y externo) y un renovado sistema financiero, se han reflejado en el buen desempeño que mostraron las variables macroeconómicas en el período.

Durante el tercer trimestre los indicadores adelantados del nivel de actividad permiten inferir que el PIB se habría expandido nuevamente a una tasa superior a 2% sin estacionalidad (s.e.), situación que se repetiría en el último trimestre. Así, se proyecta un significativo aumento del Producto en 2006, ubicándose a fin de año más de 16% por encima del máximo de 1998. El incremento del PIB dejaría para el próximo año un arrastre estadístico superior a 3 puntos porcentuales (p.p.), que permite anticipar en 2007 un sólido crecimiento por quinto año consecutivo.



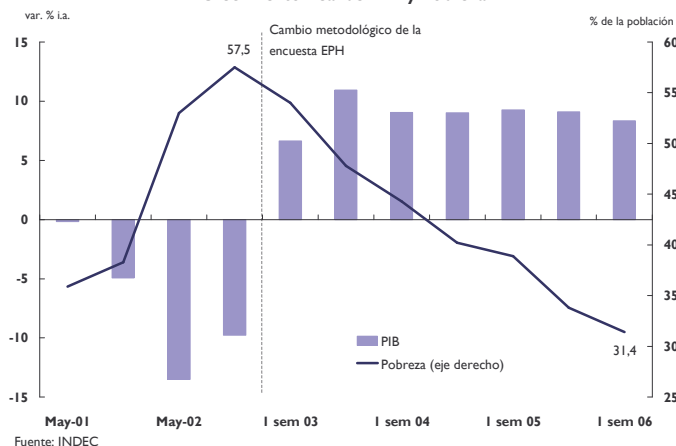


El Consumo Privado continúa presentando una trayectoria ascendente, que es acompañada por un alza de la Inversión. La reciente expansión de la masa salarial, los aumentos dispuestos en las jubilaciones y pensiones y la mayor capacidad de endeudamiento, sumados a la expectativa de que estas tendencias se mantengan, alentaron el gasto de consumo. Así, en el tercer trimestre el Consumo Privado creció nuevamente a un ritmo cercano al promedio de los últimos tres años, proyectándose un desempeño similar en el cuarto trimestre. Por su parte, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) mantiene una tendencia creciente, que resultaría en una Tasa de Inversión en torno a 21,5% del PIB (expresada a precios constantes) para 2006. A nivel de componentes, la Construcción sigue impulsando la IBIF, a la vez que la inversión en Equipo durable de producción presentaría una leve aceleración, teniendo en cuenta la evolución reciente de las importaciones de bienes de capital. En 2007 se prevé que el crecimiento del Consumo Privado continúe, alentado, entre otros factores, por las nuevas rondas de negociaciones salariales y el ajuste de 13% de las jubilaciones y pensiones que comenzará a regir en enero. Paralelamente, la IBIF volvería a presentar un ritmo de expansión interanual importante.

La mejora de la economía y las favorables perspectivas también continúan plasmándose en las variables ocupacionales y sociales. La Tasa de Desocupación finalizaría 2006 en torno a 9% de la Población Económicamente Activa (PEA), tras permanecer en niveles de dos dígitos por más de una década y continuaría disminuyendo a lo largo de 2007. El marcado incremento del empleo, focalizado en el sector formal, permite que la cantidad de desocupados caiga a pesar de la incorporación de personas a la oferta laboral. En este sentido, los salarios reales siguen aumentando a partir de la concreción de las subas estipuladas en los convenios colectivos firmados en la primera mitad del año en el sector privado registrado, la entrada en vigor de los incrementos dispuestos en la Administración Pública Nacional y en algunas provincias y el alza del Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM). No obstante, se mantiene la divergencia entre los niveles de aumento de los salarios del sector privado formal por un lado, y del sector público y el resto por el otro. El crecimiento del empleo y los salarios (en este último caso superior al del costo de las canastas básicas) alienta una persistente baja de la cantidad de personas en situación de pobreza e indigencia, que en el primer semestre de 2006 representaron 31,4% y 11,2% de la población, respectivamente, ubicándose en niveles inferiores a los vigentes en el período previo a la crisis.

En un escenario de importante crecimiento del nivel de actividad local, las cuentas externas continúan mostrándose sólidas. La balanza comercial arrojaría en 2006 un superávit cercano a US\$10.500 millones (5% del PIB), mayor al proyectado inicialmente, dado el mejor desempeño de las exportaciones. Las exportaciones alcanzarían así un nuevo récord histórico en 2006, de alrededor de US\$44.500 millones, verificándose un importante incremento de las exportaciones no tradicionales (ver Apartado 2). Paralelamente, las importaciones mantienen un ritmo de marcado crecimiento, tras desacelerarse transitoriamente en el segundo trimestre, y se espera que sumen cerca de US\$34.000 millones en 2006, impulsadas principalmente por las cantidades importadas. El resultado favorable en la balanza comercial, sumado a una menor salida neta de divisas en la balanza de servicios y una reducción del

**Gráfico I.2**  
**Crecimiento Real del PIB y Pobreza**



saldo deficitario de la cuenta Rentas de la inversión, daría lugar a un superávit de la Cuenta Corriente de alrededor de 3% del PIB para este año. En 2007 el saldo de Cuenta Corriente volvería a situarse en terreno positivo, a pesar de mostrar un ligero ajuste con respecto a 2006, que estaría explicado por la corrección del saldo de la balanza comercial.

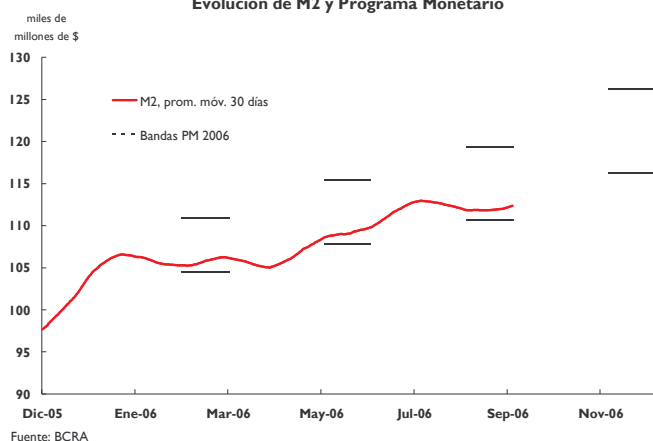
El buen desempeño de la recaudación, en un contexto donde el gasto primario mantiene su tendencia creciente, está permitiendo que las finanzas públicas nacionales continúen evolucionando positivamente. Hasta fin de año los recursos tributarios seguirían incrementándose y finalizarían 2006 en torno a 22,5% del PIB, permitiendo alcanzar la pauta de superávit primario de 3,3% del PIB incluida en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2007 (PPN-07). El marcado aumento de los recursos tributarios tiene un papel fundamental en este aspecto, considerando que prácticamente la totalidad del alza nominal permitió financiar el incremento de las erogaciones primarias. A nivel consolidado el superávit primario mostraría cierto ajuste en 2006 y 2007 de acuerdo a las pautas previstas en el PPN-07. Como en años anteriores, en 2006 el Sector Público no será factor de expansión de la Base Monetaria (BM), en un marco de elevado superávit primario que permitirá cubrir el pago de todos los intereses y de parte de las amortizaciones de la deuda. En el tercer trimestre, el Gobierno continuó realizando emisiones de títulos en dólares, por valor efectivo (VE) US\$1.350 millones, a lo que se sumaron \$1.210 millones de financiamiento neto a la Tesorería General de la Nación (TGN) a través de Adelantos Transitorios (AT). En este marco, el financiamiento de las necesidades de la TGN en 2006 estaría cubierto y el Gobierno podría comenzar a financiar las necesidades de 2007.

Por otra parte, el sistema monetario-financiero evolucionó favorablemente como consecuencia del nuevo marco normativo establecido por el BCRA, mostrando progresos en varias dimensiones: aumentó su independencia de las necesidades financieras del sector público, focalizó sus recursos en el sector privado, profundizó la normalización de sus activos y pasivos, mejoró sus resultados y fortaleció sus niveles de solvencia.

Teniendo en cuenta la fortaleza de las finanzas públicas, las cuentas externas y el sistema monetario-financiero, *Standard & Poor's* (S&P) elevó la calificación de la deuda soberana de largo plazo de la Argentina en moneda local y extranjera de "B" a "B+", al igual que el *rating* de los pasivos de algunas provincias.

En septiembre los medios de pago medidos por M2 se ubicaron nuevamente muy cerca del límite inferior de las bandas del Programa Monetario 2006 (PM 2006), en un nivel cercano a los \$112.390 millones. El cambio en el sesgo de la política monetaria implementado desde comienzos de 2005 y profundizado en lo que va de 2006, está mostrando sus resultados. Se observa una fuerte desaceleración en la variación interanual (i.a.) del M2 tras crecer aproximadamente 40% en 2003 y 2004. De esta forma, la política de control de los agregados monetarios está manifestando sus efectos y lo seguirá haciendo en los próximos meses, habida cuenta de los rezagos en los mecanismos de transmisión de la política monetaria: en lo que va de 2006 la variación interanual del M2 se redujo 5 p.p. con una caída de 6 p.p. en la del circulante. Los comportamientos señalados son consecuencia de la profunda política de esterilización llevada a cabo, y que, conjuntamente con

**Gráfico I.3**  
**Evolución de M2 y Programa Monetario**



los cambios normativos implementados, incentivan un genuino trasvasamiento desde depósitos a la vista hacia depósitos a plazo. Esta evolución se da en un marco de paulatino ajuste de las tasas de interés pasivas, estabilidad de las tasas de interés activas y sostenido crecimiento del crédito al sector privado que, por primera vez desde la crisis financiera de 2001, supera a la exposición al sector público en los balances de los bancos.

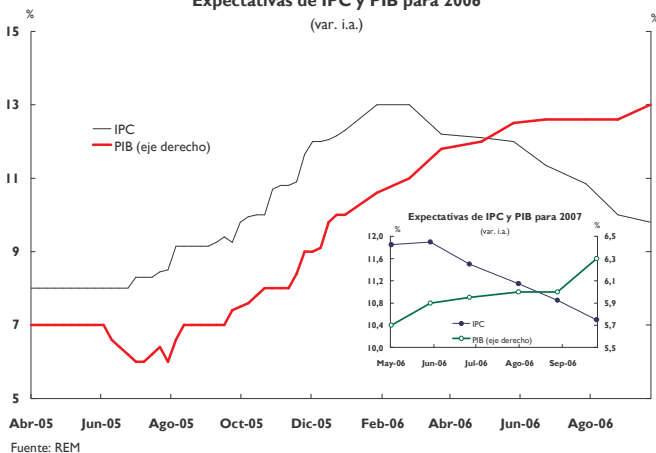
La inflación minorista continuó desacelerándose. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) acumuló subas de 2,1% en el tercer trimestre y 7,1% en los primeros 9 meses del año, situándose en ambos casos por debajo de lo observado en 2005 y de lo esperado por el mercado. La variación interanual descendió así hasta 10,4% en septiembre, ubicándose 1,9 p.p. por debajo del aumento registrado en diciembre de 2005.

La desaceleración del IPC respondió principalmente a la evolución de la inflación subyacente (medida por el IPC Resto), que ascendió a 7,7% en lo que va de 2006, luego de haber aumentado 10,3% en igual período del año pasado. Los precios de los bienes y servicios regulados siguieron contenidos, exhibiendo una suba de 2,3% hasta el tercer trimestre de 2006, inferior a la registrada en igual lapso de 2005 (2,7%). La reducción de la inflación subyacente se vio reflejada en la evolución de tres aspectos diferenciados. Por un lado, se verificó una menor difusión de las subas de precios, sobre todo en el conjunto de los bienes, donde la cantidad de rubros que registraron alzas mensuales pasó de representar 84% del total en marzo a 69% en septiembre. Por otro lado, los incrementos registrados en el IPC Resto fueron de menor magnitud, dado el descenso en la mediana de las alzas mensuales. Por último, la cantidad de rubros que evidencian incrementos de precios de manera sostenida (persistencia) también registró una caída. No obstante estas mejoras, la difusión, magnitud y persistencia de la inflación todavía se mantienen en niveles elevados. Asimismo, al considerarse los diferentes rubros que componen el IPC, la menor inflación en relación a los primeros nueve meses del año pasado se concentró principalmente en el rubro Alimentos y bebidas, influida por la evolución del precio de la carne vacuna.

Las menores tasas de variación del IPC contribuyeron a que las expectativas de inflación siguieran disminuyendo. Según el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM), el mercado prevé que los precios minoristas se eleven 9,8% i.a. en diciembre, marcando un nuevo descenso en relación a las expectativas de junio y enero (11,4% y 13%, respectivamente).

Para el cuarto trimestre, si bien las variaciones mensuales del IPC exhibirían una leve aceleración vinculada mayormente a cuestiones estacionales, la inflación interanual continuaría descendiendo para finalizar el año dentro de las bandas previstas en el PM 2006 (8% y 11%). En 2007, la evolución de los precios minoristas seguiría un comportamiento similar al de este año, vinculado a que las políticas fiscal y de ingresos, junto con el cambio de sesgo de la política monetaria, continúen operando sobre las expectativas. El Banco Central está comprometido con el objetivo de estabilidad de precios en un marco en el que los cambios estructurales que ha experimentado nuestra economía en los últimos años hacen que los rezagos con que opera la política monetaria se extiendan y los mecanismos de transmisión se reconstruyan en el tiempo.

**Gráfico I.4**  
Expectativas de IPC y PIB para 2006  
(var. i.a.)



## II. CONTEXTO INTERNACIONAL

### II.1 Síntesis

La economía global continúa mostrando un crecimiento sólido y más equilibrado entre las distintas regiones. A pesar de la actual desaceleración de EE.UU., se prevé que el PIB mundial se expanda 4,3% este año y a una tasa similar en 2007. Así, seguiría el ciclo de alto crecimiento global observado desde 2003. En un marco de enfriamiento de la actividad inmobiliaria, EE.UU. disminuyó su ritmo de expansión y continúa mostrando signos de debilidad, previéndose que avance 3,4% en 2006 y 2,6% en 2007, tasa inferior a la proyectada en junio. Sin embargo, la zona Euro sigue mejorando su ritmo de crecimiento, estimándose que este año el Producto suba 2,1%, para luego desacelerarse moderadamente en 2007, expandiéndose 1,8% (tasa levemente superior a la prevista meses atrás). En tanto, la economía japonesa nuevamente avanzaría 2,6% este año, pero se debilitaría el próximo (2,0%). En América latina las perspectivas de crecimiento siguen siendo alentadoras (4,4% en 2006 y 3,9% en 2007), igual que la evolución del resto de las principales variables macroeconómicas, y resultan superiores a las esperadas a mediados de año.

La inflación de las principales economías continúa mayormente evolucionando al ritmo del costo de la energía. El precio del petróleo ha disminuido desde mediados de julio y comienza a impactar en los índices de precios. En tanto, la inflación subyacente en EE.UU. ha exhibido en los últimos meses un incremento constante. No obstante, la posible moderación de las presiones inflacionarias en el tiempo, en parte ante el menor crecimiento de los costos de la energía, las expectativas de inflación contenidas y los efectos acumulados de las acciones de política monetaria, alentaron una pausa en el ciclo alcista de tasas de interés en EE.UU., aunque aún resulta incierta la dinámica futura de la tasa de los Fed Funds. En la zona Euro y Japón se mantiene el sesgo levemente creciente de las tasas de referencia en el corto plazo.

La reciente disminución en la cotización del petróleo se está observando también en cierta medida en el resto de las materias primas, principalmente en las metálicas. En tanto, los commodities agrícolas también registraron movimientos en sus valores, aunque en menor escala, manteniéndose en niveles todavía elevados en términos históricos.

En síntesis, Argentina enfrenta un contexto internacional aún favorable, ante una sólida expansión mundial, la todavía considerable liquidez internacional, una menor volatilidad en los mercados financieros internacionales y los aún altos precios de las materias primas. Como factor de riesgo para la economía global, se presenta el debilitamiento abrupto de la actividad inmobiliaria en EE.UU. y la evolución del precio del petróleo. Asimismo, una eventual corrección desordenada de los “desequilibrios globales” y un posible aumento del proteccionismo comercial continúan siendo una amenaza para la economía mundial.

Gráfico II.1

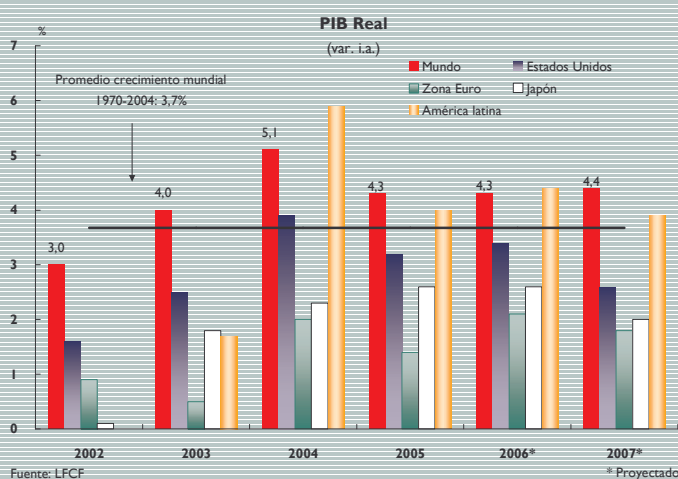
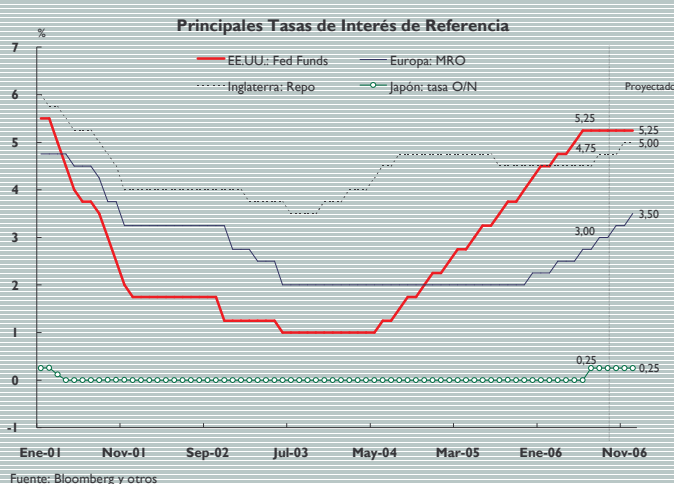
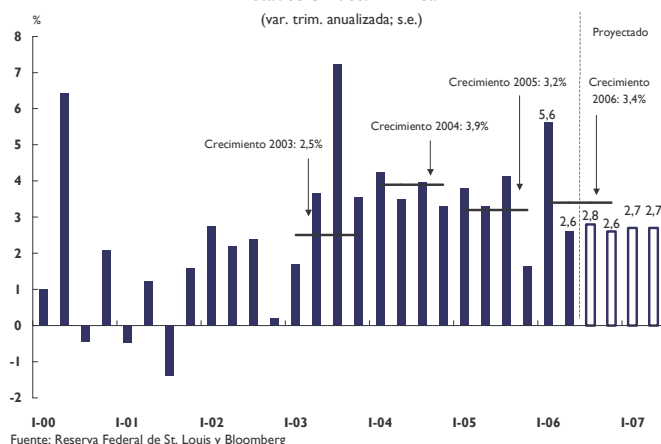


Gráfico II.2



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



## II.2 Estados Unidos

En un contexto de enfriamiento de la actividad inmobiliaria, la economía norteamericana se expandiría 3,4% en 2006, de acuerdo con *LatinFocus Consensus Forecast* (LFCF). Luego de crecer fuertemente en los primeros meses de 2006, el PIB de EE.UU. aumentó 2,6% en el segundo trimestre, ritmo similar al previsto para los próximos trimestres, de acuerdo con la encuesta de *Bloomberg* (ver Gráfico II.3). La desaceleración de la economía estuvo impulsada por la menor expansión de todos los grandes componentes del gasto agregado. En términos desagregados, se destacó el debilitamiento del consumo privado en bienes durables y de la inversión en equipos y *software*. Asimismo, se evidenció una mayor contracción de la inversión residencial, que se retrajo a una tasa anualizada de 11,1% desestacionalizado (s.e.), la mayor caída en once años. A pesar del moderado crecimiento, la tasa de desempleo continúa en torno a 4,7%. Para 2007, se espera que EE.UU. se expanda 2,6%, ritmo menor que el registrado en 2006 y por debajo de lo esperado meses atrás (3,0%).

**Cuadro II.1**

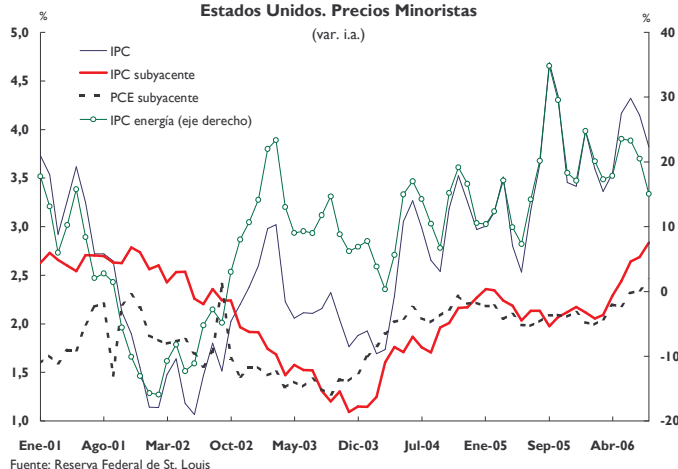
**Estados Unidos. Evolución de indicadores de la actividad inmobiliaria**

Indicadores	Dic-04	Dic-05	Abr-06	Ago-06
Confianza de los constructores (en puntos)	71	57	51	30*
Permisos de construcción (en millones; s.e. anualizadas)	2,1	2,1	2,0	1,7
Ventas de viviendas (en millones; s.e. anualizadas)	8,1	8,0	7,9	7,4
Precio de viviendas existentes (var. i.a.; %)	8,6	10,4	3,7	-1,7

\*Nivel correspondiente a Sep-06  
Fuente: Bloomberg y EcoWin

La actual moderación del crecimiento económico norteamericano refleja en parte el debilitamiento del mercado inmobiliario. Entre otros indicadores, la confianza en el mercado de la construcción alcanzó en septiembre el menor nivel en los últimos 15 años y desde principios de 2006 los permisos de construcción han mostrado una fuerte caída, al tiempo que la venta de viviendas existentes y nuevas también ha exhibido una tendencia decreciente. En tanto, los precios de las casas ya habitadas llegaron a caer en agosto en términos interanuales por primera vez desde abril de 1995<sup>1</sup> (ver Cuadro II.1). La desaceleración de la actividad inmobiliaria conlleva no sólo una disminución de la construcción residencial, sino también una caída en los gastos en bienes relacionados con las viviendas y un descenso en el empleo vinculado con la actividad inmobiliaria. Asimismo, genera un efecto riqueza negativo, un endurecimiento de las condiciones financieras por aumento del riesgo crediticio y una menor cuantía de fondos provenientes de créditos hipotecarios que no son invertidos en una propiedad, sino destinados a otros gastos<sup>2</sup>. No obstante, la favorable evolución de los precios de los combustibles y de los márgenes de ganancias corporativos podrían compensar, en cierta medida, las consecuencias del enfriamiento del mercado inmobiliario.

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



A pesar de la desaceleración de la actividad económica, la inflación subyacente, medida a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) que excluye alimentos y energía, siguió mostrando una tendencia creciente y resultó en agosto de 2,8% interanual (i.a.), la mayor variación desde noviembre de 2001 (ver Gráfico II.4). Sin embargo, ante un contexto de menores precios del petróleo, el nivel general de inflación muestra signos de desaceleración y se elevó 3,8% i.a. en el octavo mes del año, al tiempo que el subíndice IPC energía creció 15,1% i.a., la menor tasa desde julio de 2005. Cabe mencionar que el precio del petróleo ha mostrado una tendencia decreciente desde principios de agosto, luego de alcanzar un máximo en términos nominales de US\$77,03 por barril en julio. Para 2006, se estima que la inflación minorista se ubique en 3,6%, 0,2 puntos porcentuales (p.p.) por encima de la registrada el año

<sup>1</sup> De acuerdo con el Índice de Precios de las Casas que mide la *Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO), el ritmo de crecimiento de los precios muestra una desaceleración desde principios de 2006, creciendo en el segundo trimestre del año 10,1% respecto de igual período del año anterior.

<sup>2</sup> *Mortgage equity withdrawal*.



anterior, para luego descender a 2,7% en 2007. Sin embargo, la reciente aceleración del ritmo de crecimiento de los costos laborales unitarios podría tornarse en una fuente adicional de presiones inflacionarias latentes.

Si bien una reversión de la tendencia decreciente del precio del petróleo y altos niveles de utilización de recursos (82,4% en agosto), entre otras causas, podrían mantener presiones inflacionarias, la Reserva Federal de EE.UU. considera que parecerían moderarse en el tiempo, en respuesta a un menor crecimiento de los precios de la energía, expectativas de inflación contenidas y los efectos acumulados de las acciones de política monetaria, entre otros factores, que restringen el gasto agregado. De esta forma, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal de EE.UU. mantuvo sin cambios la tasa de los *Fed Funds* en 5,25% anual en sus dos últimas reuniones (8 de agosto y 20 de septiembre), luego de 17 alzas consecutivas (ver Gráfico II.5). Sin embargo, el FOMC no descartó nuevas subas de la tasa de interés de referencia y vinculó el alcance y el *timing* de cualquier ajuste adicional de la política monetaria a la evolución tanto de las perspectivas de inflación como de crecimiento que surjan de la información económica futura.

De esta forma se presenta como un interrogante si las actuales acciones de política monetaria representan una pausa o el fin del ciclo alcista de la tasa de interés de referencia. Si bien existe amplio consenso de que la tasa de referencia no sería modificada este año, para 2007 se evidencia una mayor dispersión en las estimaciones. El reciente mantenimiento de la tasa de los *Fed Funds* no se reflejó en las tasas de interés de más largo plazo, que por el contrario, exhibieron una tendencia decreciente.

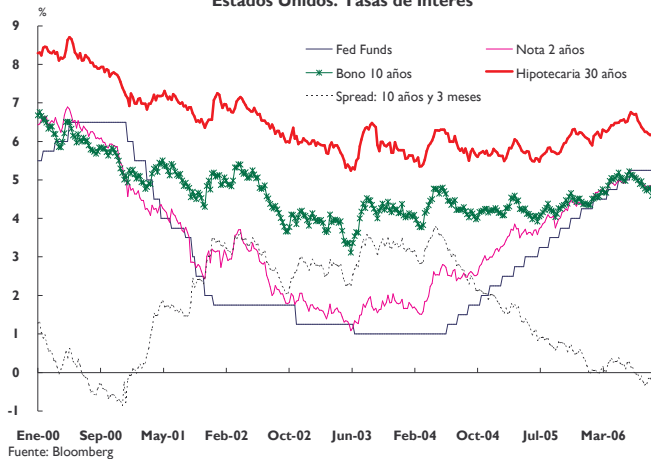
Por otra parte, al tiempo que las cuentas externas siguen deteriorándose, las cuentas fiscales muestran un mejor desempeño (ver Gráfico II.6). En efecto, el déficit en Cuenta corriente de EE.UU. (acumulado 4 trimestres en términos del PIB) continúa mostrando una tendencia creciente, ubicándose en 6,5% del Producto en el segundo trimestre, el mayor déficit en la historia reciente. En tanto, el año finalizaría con un desequilibrio de 6,6% del PIB y en 2007 el déficit descendería levemente a 6,5%. Paralelamente, el déficit fiscal continúa evidenciando la tendencia decreciente iniciada a principios de 2004 y representó 2,1% del Producto en el segundo trimestre del año.

Con todo, las perspectivas de crecimiento para el presente y próximo año son relativamente favorables, a pesar de la desaceleración actual de la economía. Sin embargo, un brusco enfriamiento del mercado inmobiliario constituye uno de los riesgos más importantes para estas perspectivas, al menos en el corto plazo. En efecto, la recuperación de la actividad económica de EE.UU. a partir de 2002 estuvo impulsada en parte por la expansión del sector inmobiliario, lo que muestra la relevancia de la dinámica de esta actividad y de las relacionadas con ella para la evolución de la economía norteamericana.

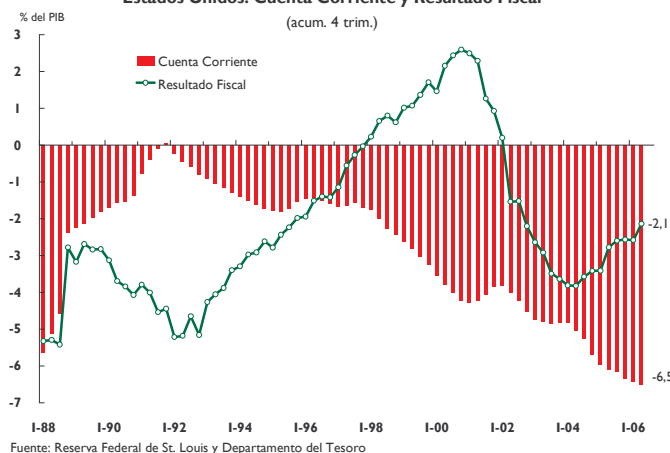
### II.3 Zona Euro y Asia

En un contexto de sólida expansión global, el desempeño de la zona Euro muestra mejoras. El PIB de la región aumentaría 2,1% en 2006, por lo que superaría tanto el crecimiento promedio de los

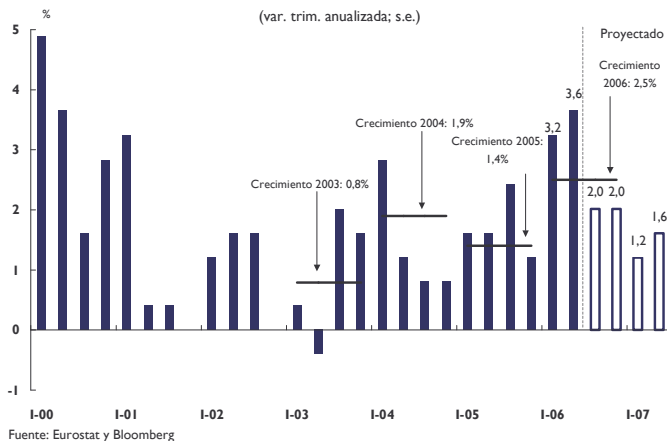
**Gráfico II.5**  
Estados Unidos. Tasas de Interés



**Gráfico II.6**  
Estados Unidos. Cuenta Corriente y Resultado Fiscal  
(acum. 4 trim.)

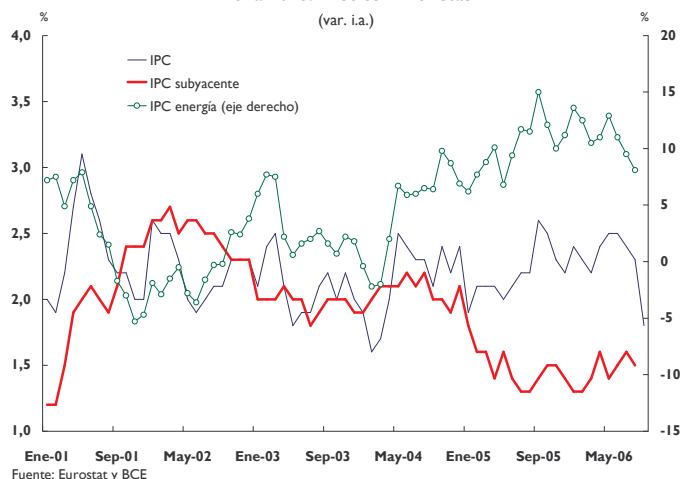


**Gráfico II.7**  
**Zona Euro. PIB Real**  
(var. trim. anualizada; s.e.)



últimos cinco años (1,3%) como la expansión estimada meses atrás (2,0%), y en 2007 avanzaría 1,8%, desacelerándose de esta forma levemente. En particular, en el segundo trimestre la zona Euro continuó acelerando su ritmo de crecimiento, al aumentar su PIB a una tasa anualizada de 3,6% s.e., la mayor desde principios de 2000, y se incrementaría en los restantes dos trimestres en torno a 2% s.e.<sup>3</sup> (ver Gráfico II.7). La mayor expansión de la economía, que estuvo impulsada en parte por determinados factores temporales como la recuperación de la construcción, estaría alentando en cierta medida el descenso de la tasa de desempleo, que resultó en junio de 7,8%, 0,4 p.p. por debajo de la registrada en enero.

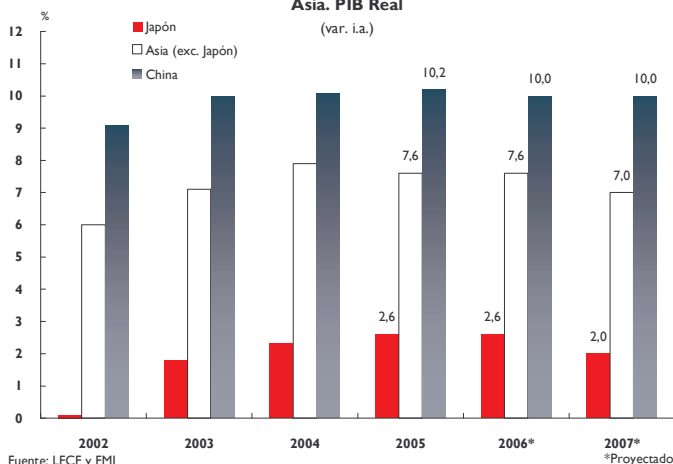
**Gráfico II.8**  
**Zona Euro. Precios Minoristas**  
(var. i.a.)



La inflación minorista medida a través del Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) sigue fluctuando al ritmo del precio de la energía, al igual que en EE.UU. y en otras economías. En efecto, mientras que hasta agosto se mantuvo por encima de 2% i.a.<sup>4</sup>, producto principalmente de las presiones inflacionarias provenientes del aumento del valor del petróleo crudo, en septiembre la inflación habría descendido a 1,8% i.a., la menor tasa desde marzo de 2004, reflejando en parte los menores precios de la energía. Sin embargo, el Banco Central Europeo (BCE) espera que la inflación se mantenga en promedio por arriba de 2% en 2006, igual que en 2007, lo cual, según la entidad, respondería posiblemente a los actuales precios de la energía y sus mayores cotizaciones en el mercado de futuros. En tanto, la inflación minorista subyacente, que excluye el rubro energía y alimentos no procesados, sigue contenida en torno a 1,5% i.a. (ver Gráfico II.8).

En este contexto, el BCE continúa con la política de reducción del estímulo monetario y decidió el pasado 3 de agosto elevar su tasa de interés de referencia (*Main Refinancing Operations*, MRO) 0,25 p.p., hasta 3% anual, para luego mantenerla constante en su reunión de fines de agosto. Se trató de la cuarta alza de la tasa de interés desde que el organismo dio inicio al ciclo alcista en diciembre de 2005 y acumula una suba de 100 puntos básicos (p.b.). Sin embargo, dado que el BCE ha considerado que ajustes adicionales de la política monetaria podrían ser necesarios, el mercado espera que el organismo eleve paulatinamente su tasa de referencia en lo que resta de 2006 y llegue a ubicarse en 3,5% anual a fin de año, para mantenerse en ese nivel durante 2007.

**Gráfico II.9**  
**Asia. PIB Real**  
(var. i.a.)



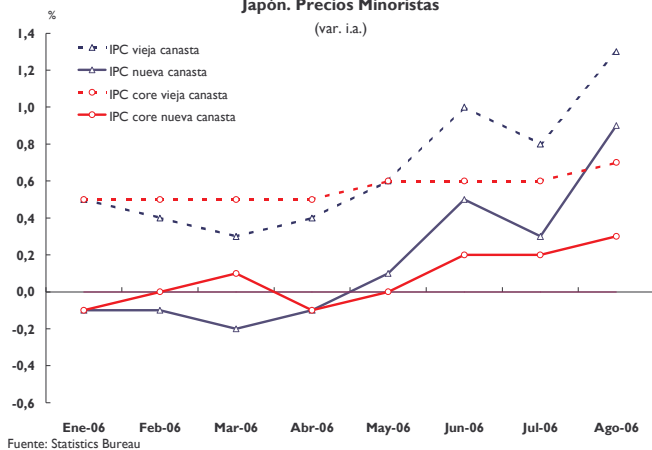
La economía japonesa continuaría en 2006 creciendo más sostenidamente, al esperar que por segundo año consecutivo su PIB aumente 2,6%. Si bien en el segundo trimestre la actividad económica se desaceleró (0,8% s.e. anualizado), reflejando en parte el debilitamiento del gasto público, en los últimos dos trimestres la economía crecería a tasas anualizadas en torno a 2,8% s.e. (3,1% en el tercer trimestre y 2,4% en el cuarto) y cercanas a la registrada en los tres primeros meses del año (3,2% s.e. anualizada). No obstante, en 2007 disminuiría su ritmo de expansión hasta 2,0% (ver Gráfico II.9).

La implementación a mediados de agosto de un cambio de los productos que componen la canasta encuestada para calcular la variación de precios redujo las mediciones de la inflación interanual, revirtiéndose incluso en algunos casos el signo de las

<sup>3</sup> Estimaciones trimestrales provenientes de la encuesta de *Bloomberg*, las cuales implican que la economía se expanda 2,5% este año, tasa superior a la prevista por LFCF (2,1%).

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

**Gráfico II.10**  
Japón. Precios Minoristas  
(var. i.a.)

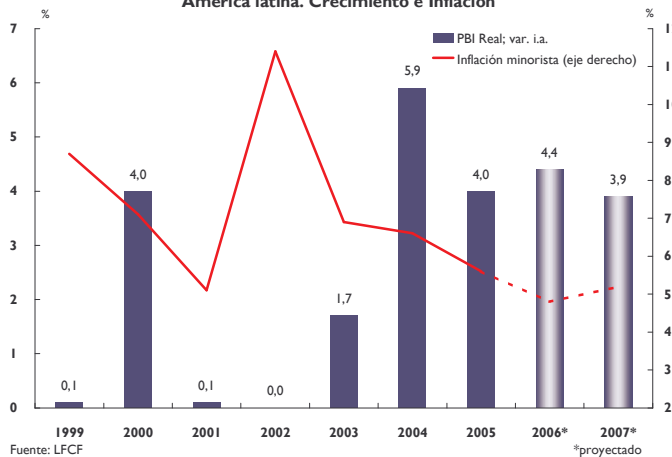


Fuente: Statistics Bureau

tasas de variación. Sin embargo, a pesar de la revisión a la baja, las variaciones i.a. han sido positivas en los últimos meses y muestran una tendencia creciente. En efecto, en agosto los precios minoristas crecieron 0,9% i.a., por lo que se elevaron por cuarta vez consecutiva y lograron la mayor tasa de variación desde 1998. En tanto, al excluirse los alimentos frescos (inflación subyacente), los precios crecieron 0,3% i.a., luego de subir 0,2% i.a. los dos meses anteriores (ver Gráfico II.10).

El 14 de julio último el Banco de Japón (BoJ) decidió elevar la tasa de interés *overnight* del mercado de "call" de 0% a 0,25%, culminando de esta forma con la política de tasa de interés nula de los últimos años. A pesar de la reciente revisión a la baja de las variaciones de los precios, el organismo no habría modificado su apreciación sobre la inflación y espera que los precios mantengan una tendencia creciente. Luego del mencionado incremento, el BoJ mantuvo sin cambios la tasa de interés de referencia en sus dos reuniones subsiguientes, acciones que estuvieron en línea con su observación de que futuros ajustes serían graduales.

**Gráfico II.11**  
América latina. Crecimiento e Inflación



Fuente: LFCF

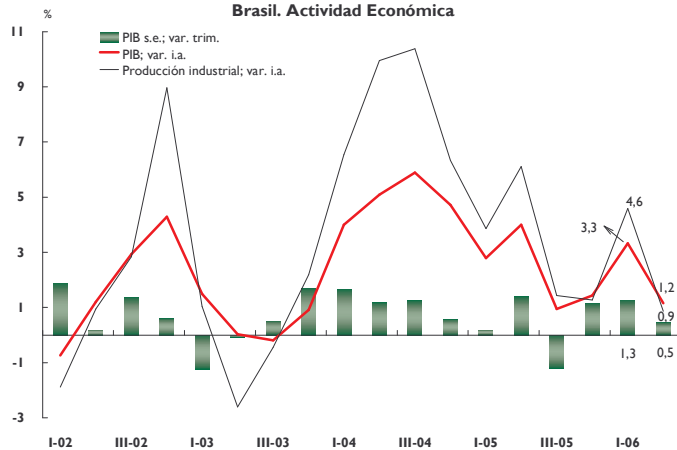
Asia emergente crecería 7,6% este año y 7,0% el próximo (tasas superiores a las esperadas en junio) y continuaría motorizada por el desempeño de la economía china, que se prevé que siga expandiéndose a altas tasas. El PIB de este país aumentaría 10% tanto este año como el próximo, tasas superiores a las previstas hace unos meses (9,5% en 2006 y 9,0% en 2007). Ante el temor de un recalentamiento de la economía, el Gobierno chino ha tomado medidas destinadas a moderar el crédito y la inversión, disposiciones que parecerían recién estar teniendo cierto efecto. Entre ellas se encuentran el aumento de las tasas de interés y restricciones a la compra de activos inmobiliarios por parte de inversores extranjeros, entre otras.

## II.4 América latina

En un contexto de importantes progresos en el desempeño de sus principales variables macroeconómicas, las economías latinoamericanas siguen creciendo sólidamente y se encuentran mejor preparadas para afrontar *shocks* externos. La mayor volatilidad observada en los mercados financieros internacionales en mayo y junio no sólo impactó levemente en las economías de la región en relación a otras economías emergentes, sino que también los valores de sus activos mostraron en general una recuperación desde entonces. Este año y el próximo América latina evidenciaría tasas de crecimiento cercanas al 4% (4,4% en 2006 y 3,9% en 2007, ambas superiores a las previstas en junio), la inflación continuaría contenida (4,8% en 2006 y 5,2% en 2007), y el resultado de Cuenta Corriente se mantendría positivo y representaría 1,3% del PIB en 2006 y 0,5% en 2007 (ver Gráfico II.11).

De los países que conforman la región, se destaca la expansión esperada para el presente año y el próximo de Argentina, Venezuela, Perú, Uruguay y Chile, que evidenciarían tasas de crecimiento superiores a 5% en 2006 y en torno a esta cifra en 2007. En tanto, el PIB de Brasil se incrementaría 3,5%<sup>5</sup> este año y 3,6% el próximo. Luego de crecer 1,3% trimestral s.e. (3,3% i.a.) en los primeros tres meses del año, la economía brasileña se

**Gráfico II.12**  
Brasil. Actividad Económica



Fuente: IBGE

<sup>5</sup> Si bien LFCF espera que Brasil se expanda 3,5% en 2006, según la encuesta del BCB el Producto crecería 3,1%.



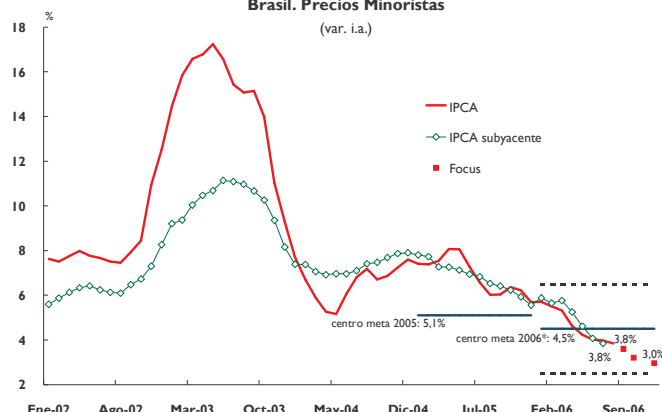
desaceleró en el segundo trimestre, al expandirse solamente 0,5% s.e. con respecto al trimestre anterior (1,2% i.a.; ver Gráfico II.12). La desaceleración del Producto estuvo impulsada principalmente por la contracción de la inversión bruta fija (-2,2% s.e.) y de las exportaciones (-5,1% s.e.), luego de haber avanzado el trimestre anterior. Es más, las ventas al exterior se retrajeron luego de 12 trimestres consecutivos de expansión.

Mientras que las tasas de crecimiento brasileñas se encuentran por debajo de las esperadas para América latina en conjunto, la inflación interanual medida a través del Índice Nacional de Precios al Consumidor Amplio (IPCA) continúa dentro de las bandas previstas por el Consejo Monetario Nacional (CMN) para 2006<sup>6</sup>. Desde principios de 2005, la inflación muestra una tendencia decreciente, resultando en agosto de 3,8% i.a., trayectoria que comparte la inflación subyacente (ver Gráfico II.13). De esta forma, en lo que va del año los precios minoristas crecieron 1,8%, mientras en el mismo lapso de 2005 se habían incrementado 3,6%. En tanto, según la encuesta del Banco Central de Brasil (BCB), el mercado espera que los precios se eleven 3% este año y 4,3% el próximo<sup>7</sup>, tasas que se encuentran por debajo del centro de la meta de 4,5% estipulada por el CMN para 2006 y 2007. En los próximos dos años se mantendría la presente meta de inflación con los rangos actuales.

Tanto en julio como en agosto el Comité de Política Monetaria (Copom) del BCB redujo su tasa de referencia Selic en 0,50 p.p. y la llevó hasta 14,25% anual. De esta forma acumula una caída de 5,50 p.p. desde que comenzó el “ciclo bajista” en septiembre de 2005. Según la encuesta del BCB, el proceso de flexibilización de la política monetaria seguiría, de manera que la tasa de interés de referencia finalizaría 2006 en 13,5% y 2007 en 12,5%, los menores niveles desde la existencia de la tasa Selic como tasa de referencia.

El aún favorable contexto internacional sigue siendo aprovechado por las economías de la región con el fin de continuar mejorando las condiciones financieras de su deuda y reduciendo el *stock* de sus pasivos. La deuda externa de América latina en términos del PIB se redujo 23,6 p.p. entre 2002 y 2006 (de 47,9% a 24,3%). Esta mejora junto con la favorable evolución de otras variables macroeconómicas relevantes de las economías de la región justificaron el incremento de las calificaciones de riesgo crediticio de la deuda soberana de algunos países. Así, por ejemplo, a fines de septiembre la agencia calificadora *Standard & Poor's* (S&P) elevó la calificación de la deuda soberana de Uruguay y en octubre último la de Argentina (ver Cuadro II.2). Asimismo, varias economías de la región siguen llevando adelante otras políticas anticíclicas como la acumulación de reservas, las cuales crecerían este año US\$39.937 millones en América latina y el Caribe (1,4% del PIB y 5,4% de la deuda externa), según el Fondo Monetario Internacional (FMI).

**Gráfico II.13**  
**Brasil. Precios Minoristas**  
(var. i.a.)



\* El margen de tolerancia es de 2 p.p.

Fuente: IBGE e IPEAD y estimaciones de la encuesta del BCB

**Cuadro II.2**

**Modificaciones en las calificaciones de riesgo crediticio**  
(Deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera)

Países	Calificación	Fecha	Calificadora
Argentina	B+	2-Oct-06	S&P
Uruguay	B+	28-Sep-06	S&P
Brasil	Ba2	31-Ago-06	Moody's
Perú	BB+	31-Ago-06	Fitch
Guatemala	BB	17-Jul-06	S&P
Chile	A2	7-Jul-06	Moody's
México	BBB	14-Dic-05	Fitch

Fuente: Bloomberg

<sup>6</sup> Para 2006, el CMN estableció un centro de meta de 4,5% con un margen de tolerancia de 2 p.p.

<sup>7</sup> A diferencia del BCB, según LFCF la inflación anual sería de 3,9% y 4,4%, respectivamente.

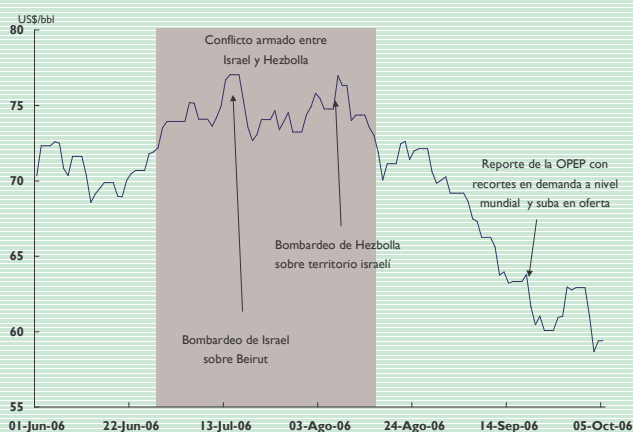
### Apartado 1. Precios de las materias primas: ¿sólo volatilidad o hacia un nuevo nivel?

La reciente caída en los precios del petróleo crudo *West Texas Intermediate* (WTI), que tras registrar su máximo histórico en términos nominales en julio (US\$77 por barril) alcanzó en septiembre su mínimo en un año, encendió interrogantes sobre cuál es el piso de ésta caída y cómo impactan esos movimientos sobre el resto de los *commodities*, principalmente sobre los productos primarios de exportación de la Argentina. Analizando los factores que están detrás de la actual tendencia bajista del crudo, y la correlación entre los valores del petróleo y el resto de las materias primas, hay fundamentos para estimar que, al menos en el mediano plazo, los precios de las materias primas continuarían en niveles elevados aunque sujetos a una mayor volatilidad, en particular en el caso del petróleo.

La menor cotización internacional del petróleo respondería a una combinación de factores: menores restricciones de oferta, disminución en los riesgos geopolíticos y menores presiones por el lado de la demanda. Tres hechos explicaron este comportamiento: cierto relajamiento en las restricciones de oferta en EE.UU. ante el reestablecimiento anticipado de la provisión desde Alaska y el Golfo de México; un consumo de combustible en la temporada vacacional en ese país por debajo de lo esperado que redujo las presiones sobre los *stocks*; y las correcciones en las estimaciones de crecimiento económico mundial para el año, que disminuyeron la demanda proyectada de crudo.

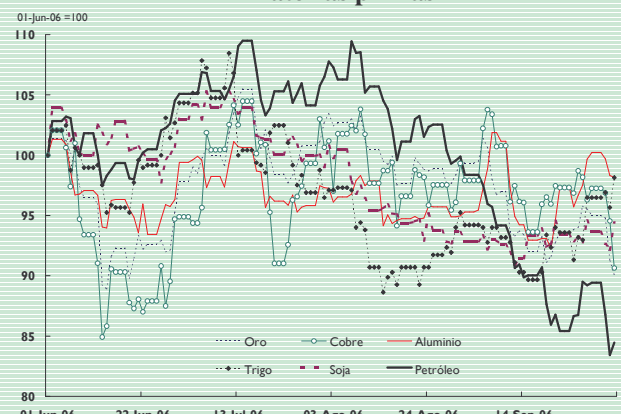
En cuanto a los riesgos geopolíticos, que constituyen un factor adicional en la determinación del precio del petróleo, el cese en algunos conflictos armados en Medio Oriente enfriaron los mercados tras la escalada de precios de mediados de julio (ver Gráfico N° 1). Sin embargo, en la medida que la situación geopolítica continúe mejorando, se pueden esperar bajas adicionales que podrían repercutir sobre el resto de los productos primarios, la posibilidad cierta de que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) recorte la producción petrolera, junto con posibles nuevos conflictos geopolíticos, acotaría dicha caída en los precios.

**Gráfico N° 1: Evolución del precio del WTI**



Fuente: Elaboración propia en base a datos Bloomberg y OPEP

**Gráfico N° 2: Evolución del precio de las materias primas**



Fuente: Elaboración propia en base a datos Bloomberg y fyo.com

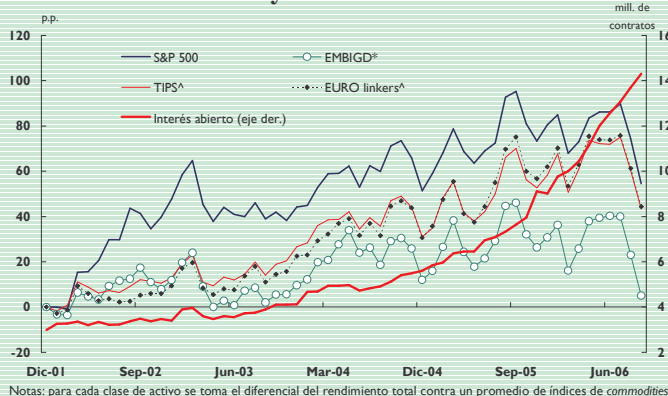
### Correlaciones entre petróleo y materias primas

El descenso reciente en los precios del petróleo por el momento no ha generado impactos importantes sobre las cotizaciones de las materias primas agrícolas y los metales básicos, aunque sí se reflejó en los metales preciosos (ver Gráfico N° 2). No obstante, diferentes analistas del mercado de materias primas advierten que pueden ocurrir bajas adicionales en el petróleo crudo que podrían repercutir sobre el resto de los productos primarios. Pese a lo anterior, analizando las cotizaciones históricas de distintos grupos de *commodities* (materias primas metálicas, agrícolas y petróleo), sus movimientos no muestran relaciones significativas. Sin embargo, es cierto que en los últimos años se registró un incremento en la correlación entre los precios de la mayoría de los productos básicos y el petróleo. Este aumento podría explicarse por el mayor volumen de dinero colocado en los fondos de inversión que operan con materias primas y la estructura de los denominados Fondos Índices, que tienen una canasta compuesta por proporciones fijas de distintos productos primarios, y permiten movimientos más sincronizados en sus cotizaciones.

El rápido crecimiento registrado en el número y tamaño de los fondos que invierten en materias primas podría estar asociado a los altos niveles de liquidez financiera de comienzos de la década y a la mayor rentabilidad relativa que obtuvieron algunos índices de *commodities*. Comparando el retorno total de la inversión en materias primas contra fondos colocados en acciones o títulos públicos, entre 2002 y 2003 se produjo una ganancia muy superior en la primer clase de activos, lo que pudo ser un motivo del crecimiento exponencial que se registró en los movimientos financieros en materias primas desde 2003 (ver Gráfico N° 3). De todos modos, a pesar del aumento en el volumen transado por motivos especulativos, la operación con futuros representa aún una proporción baja con respecto al tamaño de los mercados físicos (ver Gráfico N° 4).

Adicionalmente, estudios realizados sobre la relación de causalidad entre precios y demanda especulativa, indican que en la mayoría de los casos, aumentos en los precios generan mayor flujo especulativo<sup>8</sup>. Otras líneas de investigación señalan que los fondos especulativos aportan liquidez a los mercados de *commodities* y no generan impacto significativo sobre los precios *spot*, a lo que se puede sumar el hecho que la volatilidad en los mercados financieros suele generar mayores flujos de dinero hacia los mismos. Se tendrían, en suma, dos efectos que en alguna medida se contrarrestarían. Por un lado, hay un incremento en la correlación entre los precios de algunos productos primarios debido a la mayor participación de los Fondos de Inversión en el mercado de *commodities*, y por el otro, todavía es bajo el tamaño relativo que tiene esta inversión especulativa respecto a la capacidad de respuesta física de cada mercado.

**Gráfico N° 3: Evolución del interés abierto<sup>1</sup> en *commodities* y rendimiento de activos**



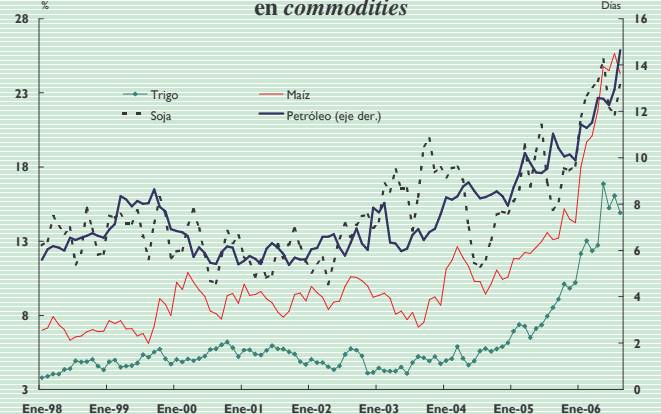
Notas: para cada clase de activo se toma el diferencial del rendimiento total contra un promedio de índices de *commodities*

\* Índice de rendimiento de títulos públicos de renta fija

^ Índices de rendimiento de títulos gubernamentales ajustados por inflación de EE UU y Europa, respectivamente

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CFTC, Bloomberg y Reuters

**Gráfico N° 4: Relación entre interés abierto y oferta física en *commodities***



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CFTC y Bloomberg

De este modo, no resulta claro que una reducción masiva en la exposición al riesgo en *commodities* por parte de los fondos de inversión vaya a producir cambios permanentes, aunque posiblemente sí transitorios, sobre los niveles actuales de precios. Además, las características intrínsecas de cada uno de los mercados de productos primarios podría determinar que estos efectos resulten diferentes. Así, podrían ser más importantes, por ejemplo, en los metales preciosos y poco significativos en los agrícolas, donde la volatilidad en los precios opera *a priori* a la definición de las cosechas, en tanto que una vez que la misma queda determinada, el juego entre oferta y demanda física es lo que domina la fijación de precio.

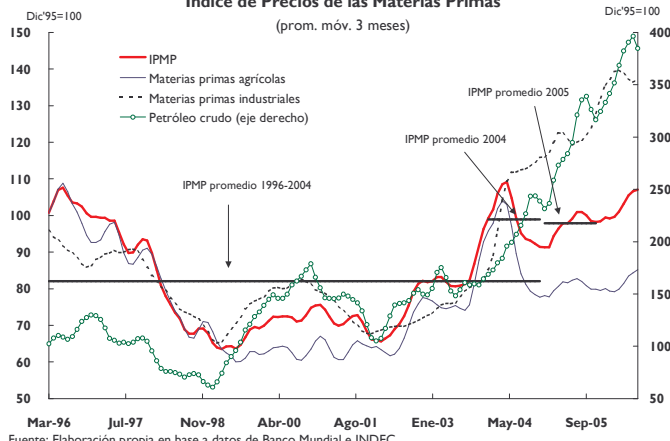
Hay un argumento adicional que permite proyectar que los precios de las materias primas que produce y exporta la Argentina no resultarían afectados en gran medida por la evolución de los precios del petróleo. Básicamente, los precios de los principales productos primarios de exportación muestran cierta independencia respecto de los valores internacionales, por una combinación de factores regulatorios y por cambios en la estructura productiva. Al comparar la información del Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) del BCRA que procura reflejar la tendencia de los precios de los principales productos de exportación del país, contra los precios relevantes para los productores locales, se observan comportamientos disímiles por producto.

Por ejemplo, en el complejo sojero, la importante expansión de la capacidad productiva del sector aceitero elevó significativamente la demanda local por materia prima de esa industria. Esto determina que descensos en los precios internacionales no sean necesariamente acompañados por los valores pagados por la industria en la economía local. En el caso del maíz, los precios en los mercados internacionales mostraron una tendencia alcista en el último año, principalmente impulsado por la fuerte demanda para la elaboración de etanol en Estados Unidos, junto con restricciones en la oferta. A pesar de esto, en el mercado local, en lo transcurrido del año, el precio se mantuvo relativamente estable. En tanto las cotizaciones internacionales del trigo se ubican en los máximos en una década, donde los principales determinantes de esta situación fueron la demanda sostenida, acompañada por una oferta acotada por los factores climáticos. Esto determinó que los precios internacionales de referencia para la Argentina registraran subas en torno a 25%, en tanto que el precio local aumentó sólo 7% en el año.

De este modo, la mayor volatilidad observada en los mercados de *commodities* internacionales se ha visto reducida en el ámbito local, principalmente por la disociación que presentan los precios de los principales productos primarios de exportación de Argentina. Esta separación con respecto a los mercados externos, responde a una combinación de factores que no se modificarían en el corto plazo y permiten prever la continuidad de los precios actuales en los mercados locales.

<sup>8</sup> El interés abierto es la suma de los contratos sobre futuros que permanecen abiertos en el mercado. Ver, por ejemplo, la edición de septiembre de 2006 del *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (FMI).

**Gráfico II.14**  
**Índice de Precios de las Materias Primas**  
(prom. móv. 3 meses)



## II.5 Precios de las Materias Primas

Los precios de las materias primas se mantuvieron en niveles elevados en el tercer trimestre, en un contexto de sostenida demanda en términos generales y respuestas acotadas por el lado de la oferta en algunos casos puntuales.

El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que refleja la evolución promedio de los *commodities* más relevantes en las exportaciones argentinas, registró una suba en el trimestre (3,7%), a pesar de haber mostrado una importante caída en el último bimestre. En efecto, los descensos en el precio del petróleo crudo y las cotizaciones del complejo sojero de agosto-septiembre no alcanzaron a contrarrestar la fuerte suba de julio (ver Gráfico II.14).

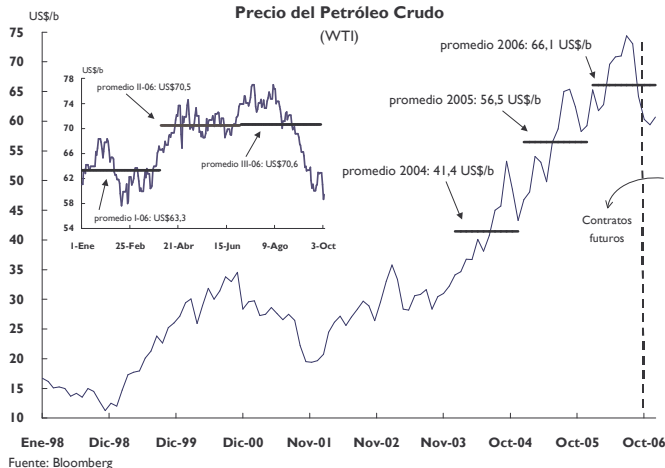
La baja reciente en los precios del petróleo, que pasó de su máximo histórico de US\$77 por barril en julio último a US\$58 por barril a fines del trimestre, obedeció a una combinación de factores. Desde el lado de la oferta, el mercado respondió favorablemente a los anuncios de que las existencias de petróleo crudo y combustibles en EE.UU. son superiores a la media de los últimos cinco años, el reestablecimiento de la elaboración de crudo en Alaska y la recuperación de la producción en el Golfo de México. Además, la disminución en los riesgos geopolíticos asociados a las menores posibilidades de un bloqueo a las exportaciones de crudo de Irán y el cese del conflicto armado entre Israel y Hezbolá, redujeron la incertidumbre sobre el suministro desde Oriente Medio. De igual forma habrían influido los informes relacionados con la disminución en los riesgos sobre los centros de abastecimiento en Nigeria. De todos modos, las perspectivas continúan siendo inciertas debido no sólo al estado del balance entre oferta y demanda, que no mostraron modificaciones significativas recientemente, sino también a los riesgos geopolíticos y a que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) estarían evaluando acotar la oferta con el fin de marcar un piso para los precios del petróleo crudo (ver Gráfico II.15 y Apartado 1).

Paralelamente, otras materias primas también comenzaron a registrar descensos en sus cotizaciones después de alcanzar valores récord en la primera mitad del año. La caída en los precios del petróleo estuvo acompañada por bajas en los valores de los metales, reforzando la alta correlación que históricamente muestran estas cotizaciones. En cambio, en las materias primas agrícolas los movimientos en los precios no respondieron de forma tan sincronizada con los del crudo (ver Gráfico II.6).

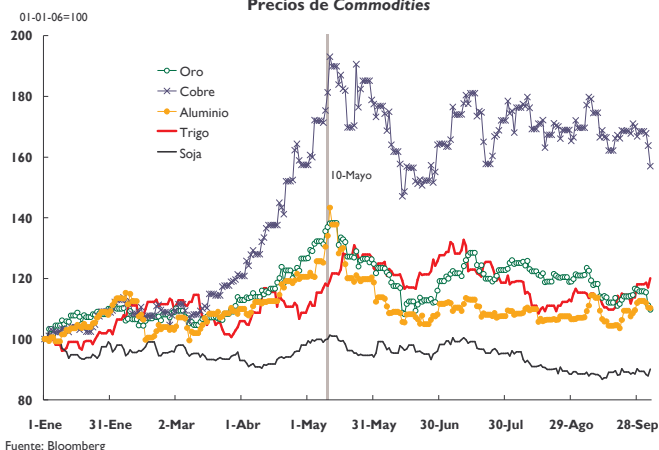
En efecto, en el complejo sojero se produjeron mejoras en los precios en el trimestre ocasionadas principalmente por las alzas en las cotizaciones de los *pellets* y el aceite, que compensaron la caída en los porotos de soja. Para los próximos meses, EE.UU. concluirá con la buena cosecha de la actual campaña y se prevé que en Sudamérica, en particular en Argentina, los productores se vuelquen hacia el mercado sojero por las malas condiciones climáticas que se registraron para la implantación de maíz y trigo (ver Sección III). Así, la tendencia del precio continúa siendo bajista para el corto plazo, aunque podría observarse una leve mejora, por posibles recortes en la producción estimada para Brasil.

Por su parte, los precios del maíz, continuaron con la tendencia positiva iniciada a fin de 2005. En el tercer trimestre se produjo una

**Gráfico II.15**  
**Precio del Petróleo Crudo**  
(WTI)



**Gráfico II.16**  
**Precios de Commodities**





**Cuadro II.3**  
**Estimación de Producción Mundial de Granos**  
(millones de toneladas)

Producto	Campaña 04/05	Campaña 05/06			
		Producción estimada a		Stocks finales estimados a	
		Jun-06	Sep-06	Jun-06	Sep-06
Trigo	628,8	621,9	596,1	144,0	126,4
Maíz	712,3	692,2	690,8	130,4	92,3
Soja	216,0	220,2	221,9	55,5	52,5

Fuente: USDA

suba de 7,5%, debido a que la demanda se mantuvo elevada y la oferta se vio acotada por cuestiones climáticas con importante impacto sobre los *stocks* finales de la actual campaña. Las perspectivas del precio continúan siendo favorables, principalmente ante la expectativa de que la demanda destinada a la producción de etanol siga creciendo en EE.UU., la cual tendría que ser abastecida por una combinación de reducciones en *stocks* y en las exportaciones desde dicho país. Sin embargo, como principal foco de riesgo para esta materia prima se presenta la evolución del precio del petróleo, ya que si la cotización del crudo continúa en baja, no sería tan rentable la utilización de este biocombustible como sustituto y eso podría afectar a la demanda de maíz. De todos modos, ese impacto sería marginal, porque para los próximos años se prevé un fuerte crecimiento mundial en el consumo de biocombustibles a partir de las ventajas ambientales que tienen esos productos y sus características renovables (ver Cuadro II.3).

Asimismo, el trigo evidenció un nuevo incremento de precio en este trimestre (3,5%), donde los menores *stocks* previstos de los principales países exportadores y la demanda que se mantiene en niveles elevados, explicarían estos movimientos. Para la próxima campaña seguirían los problemas de oferta asociados a cuestiones climáticas (heladas y falta de lluvias) que golpean a distintos productores mundiales, incluido nuestro país. Así, se espera que los precios se mantengan en los valores actuales, ante perspectivas de poco cambio en los niveles de demanda.

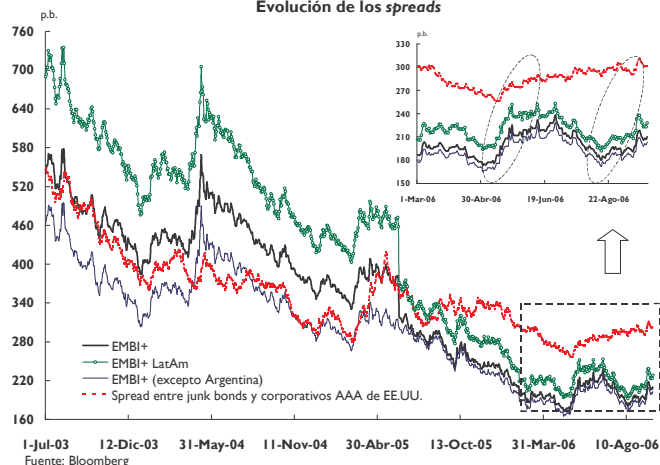
En este contexto, los precios de las materias primas agrícolas se mantendrían en niveles elevados. En este sentido, el accionar de los fondos de inversión podría sumar volatilidad a los precios, pero de todos modos continuarían determinados principalmente por los fundamentos de oferta y demanda de cada mercado, aunque con distinto grado de importancia según el caso (ver Apartado 1).

## II.6 Flujo de Capitales

La mayor volatilidad que se había evidenciado en los mercados financieros internacionales desde principios de mayo, en parte como reflejo de la incertidumbre sobre la evolución futura de la política monetaria de EE.UU. y de la corrección de las condiciones financieras, en general se vio disminuida a partir de mediados de junio. En América latina, donde el suceso no respondió al estado general de los *fundamentals* de los países que conforman la región, las variables macroeconómicas en general no se vieron afectadas y el valor de la mayoría de los activos recuperó en forma parcial o total los niveles previos al período de mayor volatilidad. En particular, el riesgo país de la región alcanzó mínimos históricos a mediados de agosto (el 14 de ese mes el EMBI+Latam llegó a ubicarse en 192 p.b.; ver Gráfico II.17). Asimismo, se mantuvo el proceso de *decoupling* entre el riesgo soberano de la región y el *spread* entre los “bonos basura” (*junk bonds*) y corporativos AAA de EE.UU..

En este contexto, se espera que el próximo año los flujos netos de capitales privados hacia América latina y el Caribe aumenten frente a los registrados en 2006, luego de que este año disminuyeran influidos por la mayor volatilidad evidenciada en mayo y junio. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), en 2007 los fondos privados netos hacia la región representarían aproximadamente 10,1% del total destinado a las economías emergentes. De esta

**Gráfico II.17**  
**Evolución de los spreads**





forma, la participación de América latina como destino de capitales extranjeros continuaría incrementándose, sin embargo aún resulta muy inferior en comparación con la de otras regiones.

En conclusión, el contexto internacional continúa siendo favorable para la Argentina. A pesar de la debilidad evidenciada en la economía norteamericana a partir del segundo trimestre, la economía mundial muestra una sólida expansión y se prevé que continúe en 2007. También, se evidencia una menor volatilidad en los mercados financieros globales, existe todavía disponibilidad de una considerable liquidez a nivel internacional y los precios de las materias primas resultan aún favorables. Sin embargo, el debilitamiento abrupto de la actividad inmobiliaria en EE.UU. se presenta como un riesgo para el crecimiento global, al tiempo que la evolución del precio del petróleo aún constituye un factor de incertidumbre. En tanto, una eventual corrección desordenada de los “desequilibrios globales” y un posible aumento del proteccionismo ante el fracaso de la Ronda de Doha continúan siendo una amenaza para la economía mundial. En este contexto, si bien el escenario internacional resulta todavía conveniente para nuestro país, en los últimos meses enfrenta un mayor riesgo.

### III. ACTIVIDAD ECONÓMICA

#### III.1 Síntesis

*La economía argentina sigue creciendo, incluso a un ritmo superior al previsto originalmente. En particular, los indicadores adelantados de producción del tercer trimestre estarían confirmando que el aumento del PIB sería igual o superior al observado en el trimestre previo (2,1% desestacionalizado -s.e.-), previéndose que el desempeño favorable persista en el cuarto trimestre.*

*En la segunda mitad del año el Consumo Privado seguiría avanzando a tasas elevadas, alentado por el aumento del ingreso disponible derivado del completo vigor de los nuevos convenios colectivos privados firmados a inicios de 2006, las subas de las remuneraciones de la administración pública y el alza de las jubilaciones y pensiones. Al incremento de los ingresos se suma el crecimiento del empleo, la expansión del crédito y una elevada confianza de los agentes económicos sobre las condiciones presentes y futuras de la economía.*

*La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) también habría crecido en el tercer trimestre, situación que perduraría en el próximo trimestre. De esta forma, en lo que resta del año la IBIF continuaría presentando subas interanuales de dos dígitos, aunque algo más moderadas que en períodos anteriores, consistentes con una Tasa de Inversión cercana a 21,5% del PIB (expresada a precios constantes). A nivel de componentes, la Construcción seguiría impulsando la IBIF y la inversión en Equipo durable de producción presentaría una leve aceleración teniendo en cuenta que actualmente se evidencia un aumento en las importaciones de Bienes de capital.*

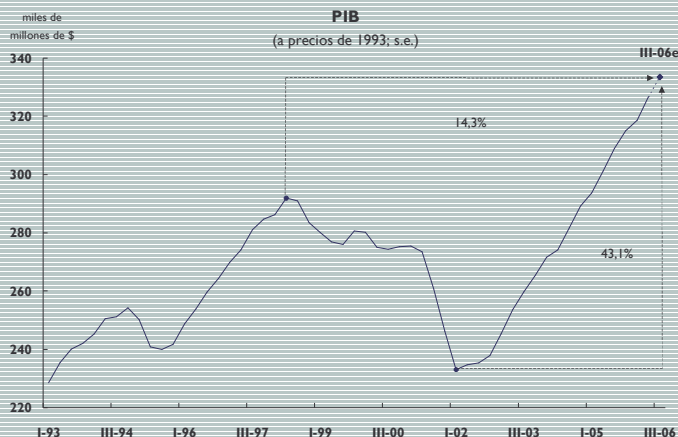
*Por el lado de la oferta, la producción de bienes y de servicios se incrementaría a tasas homogéneas en lo que resta de 2006. Los indicadores adelantados evidencian que la construcción, la intermediación financiera, las comunicaciones y el comercio encabezarían el crecimiento de la economía en el tercer trimestre.*

*Teniendo en cuenta estos factores, se proyecta un significativo aumento del PIB en 2006, previéndose que el nivel de actividad se ubique más de 16% por encima del máximo previo alcanzado en 1998. Asimismo, la suba del Producto dejaría un arrastre estadístico superior a 3 puntos porcentuales (p.p.), que permite anticipar una sólida expansión en 2007, por quinto año consecutivo.*

Gráfico III.1

PIB

(a precios de 1993; s.e.)

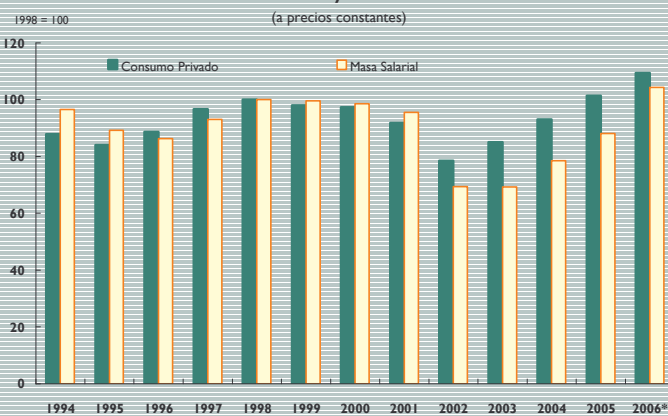


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.2

Consumo Privado y Masa Salarial Real

(a precios constantes)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

\* estimado

Cuadro III.1

Indicadores de Actividad  
(var. % trim.)

Series desestacionalizadas	III-05 / II-05	IV-05 / III-05	I-05 / IV-05	II-06 / I-06	III-06 / II-06
PIB	2,6	1,9	1,5	2,1	
EMAE (Proxy mensual del PIB) (*)	2,4	2,3	1,1	2,5	1,7
<b>Indicadores de Oferta</b>					
Industria (EMI) (**)	2,0	2,5	0,8	2,5	1,4
Construcción (ISAC) (**)	6,5	8,2	-1,3	8,9	3,2
Servicios Públicos (**)	1,2	3,3	3,9	4,6	2,8
<b>Indicadores de Demanda</b>					
Consumo					
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (**)	8,8	3,3	5,4	3,1	3,1
Ventas Supermercados (cantidades) (**)	0,3	2,9	0,8	3,4	4,1
Ventas Centros de Compras (cantidades) (**)	3,5	3,7	2,7	-0,2	4,0
Ventas de Autos	5,7	-0,4	7,2	-3,0	1,8
IVA DGI a precios constantes	0,9	3,4	2,7	3,2	2,2
Inversión					
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (**)	9,9	2,1	2,3	6,2	12,6
Construcción (ISAC) (**)	6,5	8,2	-1,3	8,9	3,2
Exportaciones Netas					
Exportaciones (cantidades) (**)	3,1	0,6	-0,3	-0,6	2,1
Importaciones (cantidades) (**)	-0,3	3,9	2,2	1,6	10,6

(\*) Dato a julio

(\*\*) Dato a agosto

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

## III.2 Componentes del Gasto

El ritmo de crecimiento de la economía continúa siendo elevado, sin observarse un cambio de tendencia. Durante el tercer trimestre los indicadores adelantados de la actividad permiten inferir que el PIB nuevamente se habría expandido a una tasa superior a 2% sin estacionalidad (s.e.), igual que en el trimestre anterior (ver Gráfico III.1).

La continuidad del incremento del Consumo Privado, alentado por la creación de empleo, el aumento de los salarios (públicos y privados) y la suba de las jubilaciones y pensiones, habría sido el principal impulsor del crecimiento entre julio y septiembre. La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), por su parte, volvió a crecer apoyada tanto en la construcción como en las compras de maquinaria y equipo. Por el contrario, la mayor velocidad de expansión de las importaciones respecto de las exportaciones habría incidido en un nuevo aporte negativo de las Exportaciones Netas (XN) al crecimiento económico.

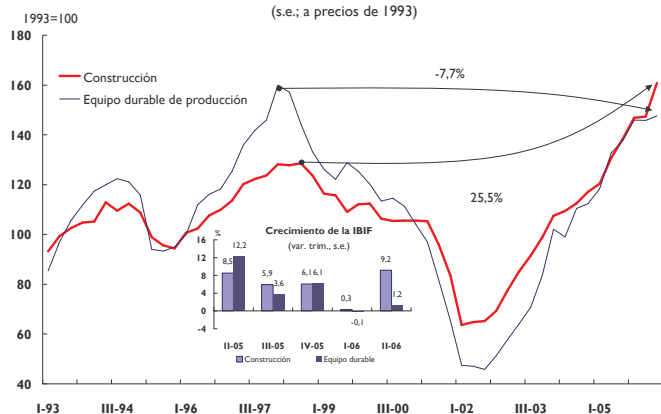
Teniendo en cuenta que el último trimestre exhibiría un avance del nivel de actividad similar al registrado en el tercero, se proyecta que el Producto termine 2006 con un incremento superior a 8% interanual (i.a.), por cuarto año consecutivo. Asimismo, la trayectoria ascendente del PIB continuaría en 2007, considerando el arrastre estadístico superior a 3 puntos porcentuales (p.p.) que dejaría 2006, a la vez que se prevé que el Consumo Privado y la IBIF vuelvan a evolucionar favorablemente.

## Inversión

El gasto en construcción y bienes de capital sigue incrementándose a partir de las buenas perspectivas macroeconómicas. En el tercer trimestre la IBIF se habría ubicado por encima del elevado nivel alcanzado en el segundo trimestre, previéndose que continúe en ascenso en los últimos tres meses del año. La Inversión en construcción se mantiene como el componente de mayor crecimiento, y el gasto en Equipo durable, luego de permanecer estable en el primer semestre, recuperaría dinamismo según se desprende de la evolución de los indicadores adelantados (ver Gráfico III.3).

La Inversión en construcción continúa creciendo a partir de la concreción de nuevas obras privadas y públicas. En el primer caso, se destaca el incremento de la construcción de viviendas, cuya rentabilidad sigue siendo elevada a pesar del aumento de los costos sectoriales (ver Sección VIII). Esta situación persistiría en los próximos meses de acuerdo a los permisos de construcciones privadas otorgados, pudiendo además verse favorecida en el margen por las medidas de expansión del crédito hipotecario lanzadas recientemente, que beneficiarían a una determinada franja de la población. Entre las obras privadas también se observa un crecimiento en aquellas con destino comercial, turístico e industrial. En cuanto a la inversión pública, las subas son impulsadas por los mayores fondos destinados a viviendas y obras de infraestructura y viales. En este sentido, en los primeros ocho meses del año el gasto de capital y las transferencias a las provincias del Sector Público No Financiero, representaron cerca de 2 p.p. del PIB, registrando un incremento con respecto al año pasado (ver Sección VI). Este

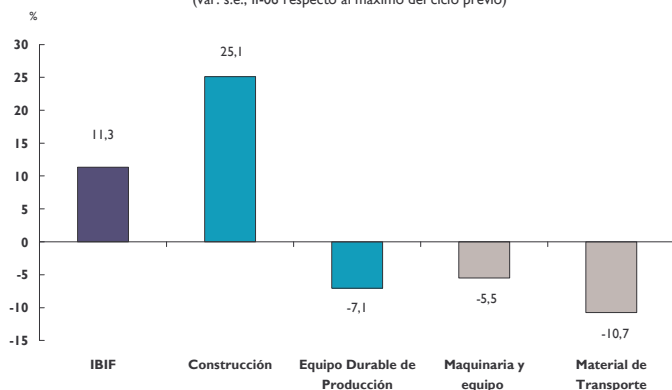
Gráfico III.3

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

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.4  
IBIF y componentes

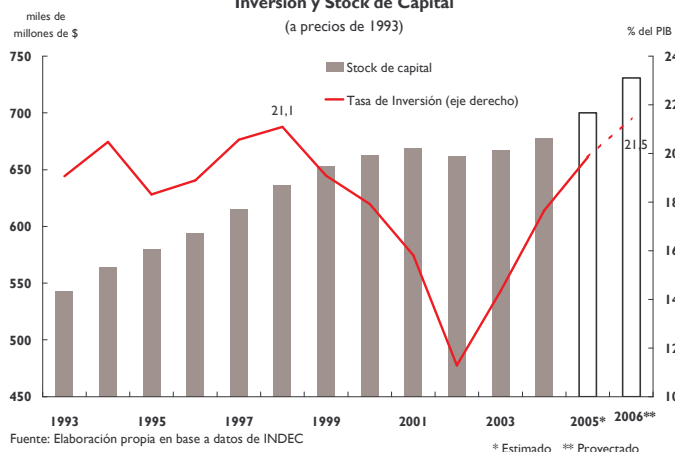
(var. s.e.; II-06 respecto al máximo del ciclo previo)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



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



aumento en el gasto de inversión pública también sería importante a nivel provincial.

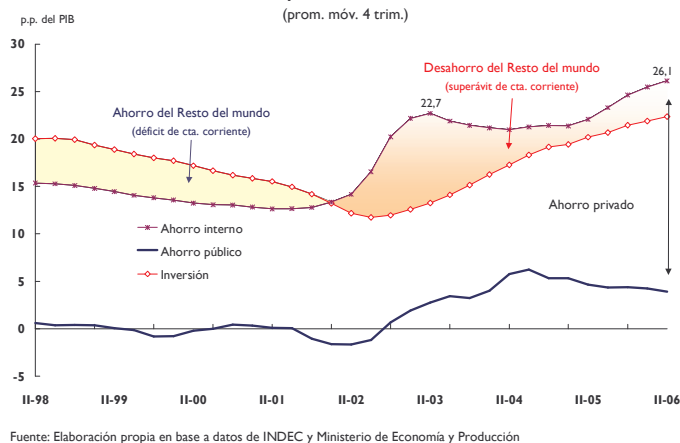
Se espera que el gasto en Equipo durable crezca a mayor velocidad en el segundo semestre, liderado fundamentalmente por el incremento de la inversión en Maquinaria y equipo. Parte del aumento ya se ve reflejado en el fuerte crecimiento de la importación de maquinaria, destacándose entre otros las compras de equipos de generación eléctrica (ver Cuadro III.1). En este contexto, se prevé que a fines de año la inversión en Maquinaria y equipos se ubique cerca de su máximo pre-crisis, en tanto que la inversión en Material de transporte seguiría más rezagada en términos históricos (ver Gráfico III.4).

La Tasa de Inversión ascendería a 21,5% del PIB en 2006 (medida a precios constantes), superando el registro alcanzado en 1998 (21,1% del PIB). De esta forma, sigue aumentando la participación de la IBIF en el PIB luego de haber alcanzado un mínimo de 11% a comienzos de 2002. Asimismo, el *stock* de capital de la economía volvería a crecer (4,4% i.a.), especialmente en el caso del acervo de capital reproductivo, que exhibiría un aumento de 5,6% i.a.. Ello está permitiendo expandir la frontera de posibilidades de producción de la economía, al mismo tiempo que disminuye la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) en algunos sectores productivos (ver Gráfico III.5).

El incremento de la IBIF está siendo financiado con una suba del ahorro interno, fundamentalmente del sector privado. De hecho, la expansión del ahorro privado no sólo permite financiar el incremento del gasto en inversión sino también compensar el menor ahorro público consolidado (ver Gráfico III.6).

De lo especificado surge que la IBIF culminaría 2006 con un incremento cercano a 17% i.a., ligeramente inferior al esperado en el anterior **Informe de Inflación**. Para 2007 el flujo de inversiones volvería a crecer a una tasa de dos dígitos por quinto año consecutivo, aunque menor a la de 2006.

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



## Consumo

La expansión de la masa salarial (a partir del aumento del empleo y los salarios), los incrementos dispuestos para las jubilaciones y pensiones y la mayor capacidad de endeudamiento, sumados a la expectativa de que estas tendencias se mantengan, alientan un sostenido aumento del Consumo Privado (ver Gráfico III.7).

Así, en el tercer y cuarto trimestre del año el Consumo Privado seguiría expandiéndose en torno a 2% s.e., por encima de lo esperado, finalizando 2006 con un crecimiento cercano 8% i.a.. En este sentido, los indicadores adelantados del tercer trimestre ya dan cuenta de esta evolución, observándose aumentos de las ventas minoristas y de la recaudación del IVA DGI del orden de 4% y 2,2% s.e. trimestral, respectivamente (ver Cuadro III.1).

El Consumo Público, por su parte, seguiría creciendo en la segunda mitad de 2006, luego de las mejoras salariales otorgadas recientemente a los empleados públicos nacionales y de algunas provincias, entre otros factores (ver Sección VIII). De este modo, el gasto público en salarios y bienes de consumo finalizaría el año con una expansión cercana a 5%, algo inferior a la observada en 2005.

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

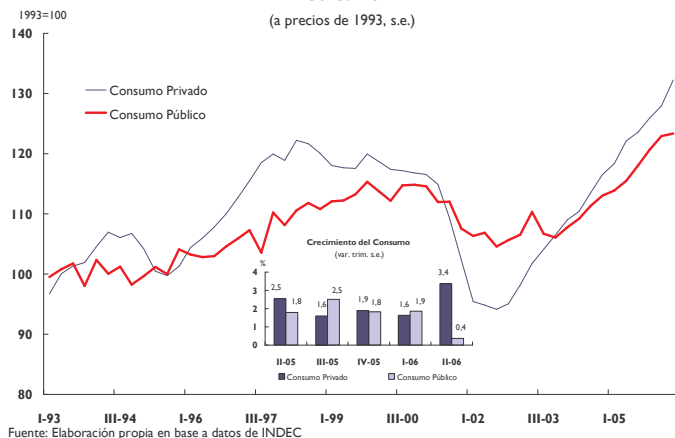
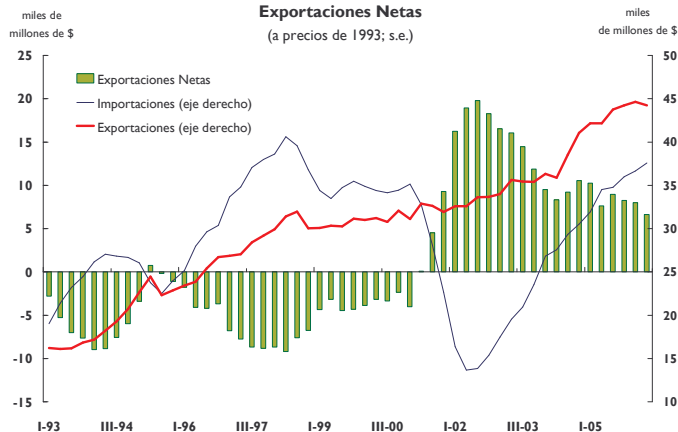


Gráfico III.8

**Exportaciones Netas**  
(a precios de 1993; s.e.)



Fuente: INDEC

Para el próximo año se proyecta que el Consumo siga dinamizando la actividad económica, impulsado (entre otros factores) por las nuevas rondas de negociaciones salariales previstas y el ajuste de 13% de las jubilaciones y pensiones que comenzaría a regir en enero. También la suba del empleo y la mayor capacidad de endeudamiento, constituirían factores de expansión.

### Exportaciones Netas

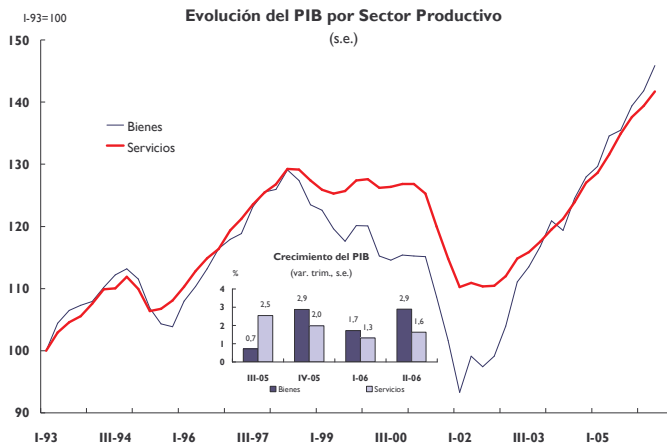
Durante el segundo semestre el nivel de las XN se ubicaría en terreno positivo. No obstante, al igual que en la primera mitad del año, su aporte al crecimiento económico sería negativo, a partir de un incremento de las importaciones superior al de las exportaciones (ver Gráfico III.8).

Lo mismo sucedería en 2007, cuando se espera que las importaciones vuelvan a crecer por encima de las exportaciones. En efecto, si bien se prevé que las compras externas muestren un incremento levemente inferior al de este año medido en cantidades, la elasticidad con respecto al Producto se ubicaría en un nivel levemente superior a 2, por encima del verificado en 2006.

Las ventas al exterior en 2007 continuarían siendo impulsadas por las manufacturas agropecuarias e industriales, en un marco donde se espera un crecimiento moderado de los Productos primarios y una reducción de las ventas de combustibles (ver Sección V).

Gráfico III.9

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



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

## III.3 Comportamiento de la Oferta

La oferta local de bienes y servicios continuaría creciendo en el segundo semestre de 2006. El incremento sería más balanceado entre los productores de bienes y de servicios a diferencia de lo que ocurrió en el segundo trimestre de 2006, donde los bienes se expandieron más rápidamente que los servicios.

En el segundo trimestre del año, el significativo crecimiento de la actividad económica (2,1% s.e.) se debió principalmente al fuerte impulso de los sectores productores de bienes, que registraron un aumento de 3,4% s.e., acompañado por una expansión de 1,9% s.e. de los servicios (ver Gráfico III.9). La totalidad de los rubros, tanto productores de bienes como de servicios, evidenciaron variaciones trimestrales desestacionalizadas positivas, una difusión que no se observaba desde el segundo trimestre del año pasado (ver Cuadro III.2).

Los sectores productores de bienes seguirían impulsados por la Construcción y la Industria en los próximos meses. Por su parte, los servicios se verían beneficiados por los mayores niveles de consumo, que impactarían favorablemente sobre el Comercio, el Transporte, almacenamiento y comunicaciones y las actividades relacionadas con el turismo. Finalmente, la Intermediación financiera seguiría aumentando su nivel de actividad en un marco de expansión de los préstamos y depósitos.

### Industria

La actividad industrial continúa expandiéndose y lo seguiría haciendo en los próximos meses, considerando la tendencia ascendente que presenta la demanda local y externa, situación que

Cuadro III.2

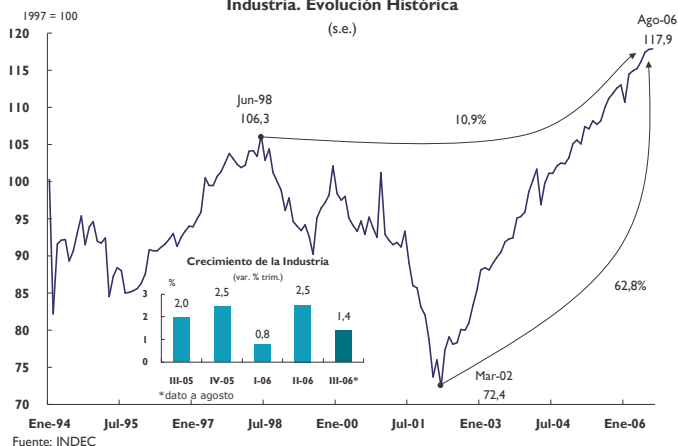
**PIB por Sector Productivo**  
(var. % trim.)

Serie desestacionalizada	II-05 / I-05	III-05 / II-05	IV-05 / III-05	I-06 / IV-05	II-06 / I-06
<b>PIB a precios de mercado</b>					
<b>Sectores productores de bienes</b>	<b>3,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>0,7</b>	<b>3,4</b>
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	3,9	-4,7	-2,2	3,7	1,6
Pesca	2,0	-27,7	48,8	36,1	3,1
Explotación de minas y canteras	0,1	0,2	1,5	-0,1	1,0
Industria manufacturera	2,4	2,3	3,2	0,8	3,0
Suministro de electricidad, gas y agua	0,3	1,8	0,3	1,2	1,9
Construcción	7,5	6,7	9,0	-2,6	7,5
<b>Sectores productores de servicios</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>
Comercio mayorista y minorista y reparaciones	2,2	3,2	2,8	-1,5	2,0
Hoteles y restaurantes	0,8	1,8	2,8	1,5	0,3
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	3,7	3,3	2,7	2,4	3,2
Intermediación financiera	7,7	1,0	4,9	9,3	3,8
Actividades inmobiliarias, empresariales y de	1,3	2,8	0,4	0,0	0,9
Administración pública y defensa	0,9	4,7	-1,5	1,7	1,5
Enseñanza, servicios sociales y de salud	1,3	1,5	0,5	1,6	0,9
Otras actividades de servicios y servicio doméstico	2,8	2,2	2,2	1,4	1,8

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.10

## Industria. Evolución Histórica



es acompañada por un incremento de la capacidad de producción. De acuerdo al Estimador Mensual Industrial (EMI), la actividad manufacturera aumentó 1,4% s.e. en los dos primeros meses del tercer trimestre, luego de la suba de 2,5% s.e. del trimestre anterior (ver Gráfico III.10).

Entre los bloques que impulsan a la industria, el automotriz es el que registra el crecimiento más elevado, alentado por la entrada en producción de nuevos modelos que son demandados tanto desde el mercado interno como el externo, particularmente desde Brasil. Las mayores exportaciones de vehículos automotores resultan de importancia ya que representan alrededor de un cuarto del valor de los envíos de las Manufacturas de origen industrial (MOI; ver Sección V). Las industrias textil y alimenticia también denotan un buen desempeño, a partir del aumento del consumo a nivel local y externo (ver Cuadro III.3).

Cuadro III.3

## Industria. Evolución Sectorial

Bloques	Var. s.e.						UCI	
	III-05	IV-05	2005	I-06	II-06	III-06*	III-05	III-06*
Vehículos automotores	5,8	7,6	26,7	1,9	8,4	14,5	45	58
Productos de tabaco	-4,7	5,3	-6,4	12,5	-4,3	7,5	58	67
Productos textiles	2,0	2,5	9,4	-3,3	4,1	4,4	86	89
Productos alimenticios y bebidas	2,8	3,3	6,2	-1,5	1,0	3,1	77	73
Resto de la metalmecánica	0,4	0,5	7,4	0,5	3,2	2,1	64	64
Prod. de caucho y plástico	4,0	2,1	10,3	-0,5	0,7	1,2	71	67
Papel y cartón	-1,0	-3,1	4,5	1,4	3,5	-0,3	79	78
Edición e impresión	0,4	3,3	9,0	1,5	1,2	-0,2	74	71
Prod. minerales no metálicos	5,1	4,3	14,4	1,9	9,5	0,3	60	63
Refinación del petróleo	4,5	2,5	0,0	1,8	3,2	0,3	90	95
Sustancias y productos químicos	2,6	3,1	7,3	-0,4	1,9	-1,0	78	75
Industrias metálicas básicas	-2,1	1,5	4,5	3,3	1,2	-1,9	93	92
EMI	2,0	2,5	7,7	0,8	2,5	1,4	73,1	72,8

\* dato a agosto

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Por el contrario, las Industrias metálicas básicas presentan una caída en el margen, ocasionada por la salida de funcionamiento de algunas líneas de producción con el fin de optimizar y ampliar la capacidad instalada. Considerando el tiempo de realización de las obras, la menor actividad sectorial podría extenderse algunos meses, habida cuenta que no existen líneas ociosas para reemplazar a las afectadas (la UCI del sector supera el 90%). Por su parte, la industria química también registra una baja en lo que va del tercer trimestre, debido a que se realizaron paradas de planta para mantenimiento y ampliación. Las disminuciones en estos sectores generan una ligera reducción en el ritmo de crecimiento de la actividad industrial aunque en el futuro les permitirían contar con mayor capacidad instalada para poder seguir expandiéndose.

Las ampliaciones de capacidad instalada mencionadas se sitúan en un contexto donde varios sectores ya realizaron o están en proceso de maduración de inversiones. Como consecuencia de ello, la UCI permanece relativamente constante desde 2004 a pesar del considerable aumento de la producción (ver Gráfico III.11). Es significativo el caso de la industria alimenticia que, aún sin tener restricciones de capacidad a nivel general, registra una disminución en su UCI respecto al año pasado. La ampliación de la molienda potencial de oleaginosas es uno de las principales responsables de este hecho, aunque también influye la caída en la producción de carne vacuna, luego de las restricciones impuestas a las ventas externas. Con todo, todavía quedan ciertos sectores industriales que están funcionando muy cerca de su límite de producción como Refinación de petróleo. Esto ha generado faltantes de oferta en algunas líneas de productos, como el gas oil, que debió ser abastecido con importaciones.

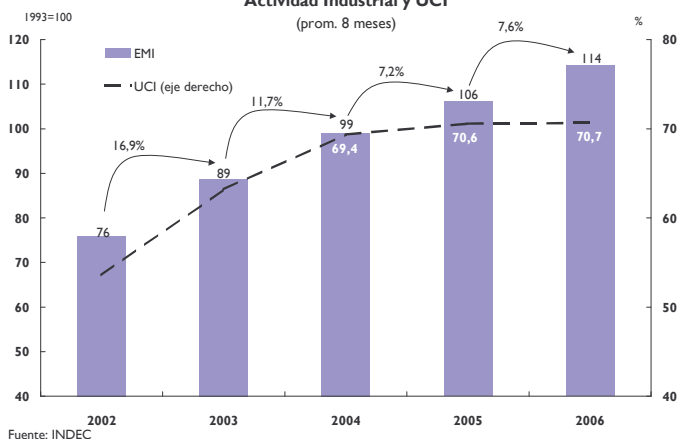
En los próximos meses, si bien se descuenta que la actividad industrial volvería a crecer, no se descarta la posibilidad de que algunos sectores decidan adelantar producción, considerando la estacionalidad de la demanda de algunos insumos energéticos. De concretarse esta acumulación de *stocks* en el tramo final del corriente año, el desempeño de la actividad industrial podría verse resentido a comienzos de 2007.

## Construcción

Como sucede desde que se inició el actual ciclo económico expansivo, la actividad de la construcción continúa siendo uno de

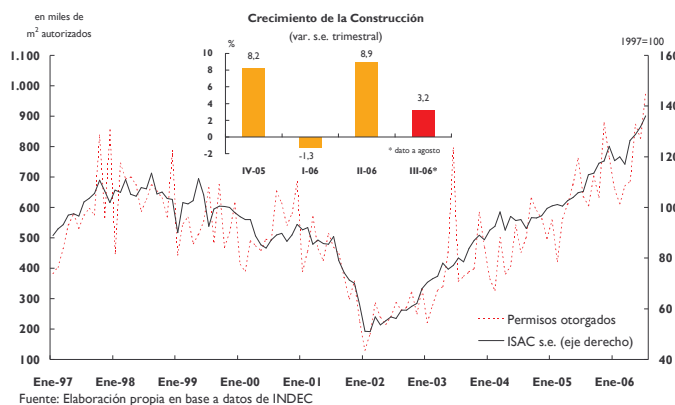
Gráfico III.11

## Actividad Industrial y UCI



Fuente: INDEC

**Gráfico III.12**  
**Construcción. Evolución Histórica**



los sectores más dinámicos de la economía, situación que se mantendría en el corto plazo. En efecto, en lo que va del tercer trimestre el Índice Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) acumula un incremento de 3,2% s.e. con respecto al trimestre previo (21,0% i.a.), alcanzado un nuevo máximo de la serie histórica iniciada en 1993 (ver Gráfico III.12).

Con excepción de las construcciones petroleras, todos los bloques que conforman el ISAC presentan un ritmo de crecimiento elevado y favorables perspectivas. La edificación de viviendas es el rubro que mayor impulso le está impartiendo a la actividad, considerando que posee la participación más elevada dentro del sector y que mantiene un marcado dinamismo (ver Cuadro III.4).

Inicialmente, fue la construcción de viviendas de mayor valor la que hizo despegar las obras privadas, pero actualmente la edificación de viviendas para sectores medios comenzó a tener una mayor participación, al tiempo que se observa una mayor difusión territorial de la construcción. En la medida que se incrementan los ingresos de las familias y el crédito hipotecario se recupera (aunque desde niveles bajos), se amplía la demanda potencial y nuevas zonas comienzan a mostrar un mayor nivel de actividad, tal como sucede en algunos barrios fuera del corredor norte del Gran Buenos Aires. En este sentido, recientemente se impulsaron una serie de cambios normativos que apuntan a facilitar el acceso al crédito hipotecario, además de establecer una serie de incentivos para la ampliación de la oferta de viviendas, centrados en el otorgamiento de beneficios impositivos a las empresas constructoras.

**Cuadro III.4**  
**Construcción. Evolución por Rubro**

Rubros	var. trim. s.e. en %				Contribución III-06*	var. acum. 2006 i.a.
	IV-05	I-06	II-06	III-06*		
Viviendas	10,8	-3,2	7,8	4,3	2,5	21,4
Otros destinos	8,0	-0,7	10,4	2,8	0,5	25,5
Obras viales	1,7	-2,3	8,6	7,6	0,7	17,3
Constr. petroleras	-4,1	0,7	14,0	-6,1	-0,5	3,9
Infraestructura	7,2	-0,4	9,4	3,4	0,2	24,6
<b>ISAC</b>	<b>8,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>8,9</b>	<b>3,2</b>		<b>21,1</b>

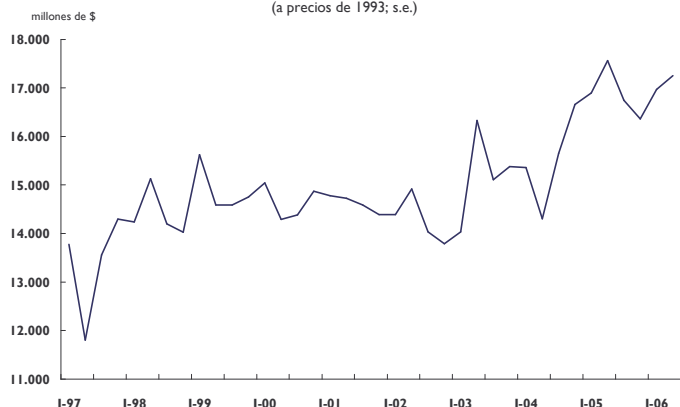
\* datos hasta agosto de 2006

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Por su parte, las Edificaciones para otros destinos también presentan una evolución favorable. El crecimiento del consumo estimula la expansión de cadenas comerciales y centros de compra, habiéndose realizado en los últimos meses una serie de anuncios en este sentido. A ello se suma el incremento del número de habitaciones hoteleras y construcciones afines, fruto del ascenso del turismo.

Finalmente, las obras viales y de infraestructura de origen público también impactan positivamente sobre la construcción. En particular, el Gobierno Nacional y las provincias continúan incrementando su gasto en este tipo de construcciones acentuando el impulso otorgado en los últimos años. Asimismo, para 2007 se espera un nuevo incremento de la inversión pública, con una mayor incidencia de las obras energéticas.

**Gráfico III.13**  
**PIB Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura**  
(a precios de 1993; s.e.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

## Sector Agropecuario

El sector agropecuario se vio perjudicado en el tercer trimestre por la falta de precipitaciones, que afectaron el normal desarrollo del sector agrícola y pecuario en vastas zonas del país. De esta forma, se espera un menor volumen a cosechar de granos finos en tanto que se verificó un mayor envío al mercado de animales bovinos, en particular en zonas del norte del país, La Pampa y sudoeste de Buenos Aires.

Como se anticipara en el **Informe de Inflación** pasado, la falta de humedad en los suelos ocasionó una importante retracción en la superficie sembrada de trigo para el período 2006/07 que sólo se incrementó 1% en relación con la campaña 2005/06 a diferencia del 15% de aumento estimado al inicio del ciclo. Asimismo, de las 5,27

**Cuadro III.5**  
**Producción de Granos y Algodón**

	2004-05		2005-06		2006-07 (estimado)		Var % 2006-07 / 2005-06	Dif. tns 2006-07 / 2005-06
	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
<b>Cereales</b>	<b>41.858</b>	<b>49,3</b>	<b>31.433</b>	<b>41,1</b>	<b>35.740</b>	<b>43,6</b>	<b>13,7</b>	<b>4.307</b>
Maíz	20.483	24,1	14.500	18,9	17.900	21,9	23,4	3.400
Trigo	15.970	18,8	12.575	16,4	12.500	15,3	-0,6	-75
Sorgo granífero	2.894	3,4	2.090	2,7	2.800	3,4	34,0	710
Arroz	956	1,1	1.175	1,5	1.167	1,4	-0,7	-8
Cebada cervicera	886	1,0	796	1,0	875	1,1	9,9	79
Avena	536	0,6	227	0,3	400	0,5	76,3	173
Centeno	92	0,1	33	0,0	52	0,1	55,8	18
Otros	41	0,0	37	0,0	47	0,1	27,0	10
<b>Oleaginosas</b>	<b>42.658</b>	<b>50,2</b>	<b>44.750</b>	<b>58,5</b>	<b>45.817</b>	<b>55,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1.068</b>
Soja	38.300	45,1	40.500	52,9	41.300	50,4	2,0	800
Girasol	3.800	4,5	3.821	5,0	4.000	4,9	4,7	179
Maní	445	0,5	347	0,5	420	0,5	21,0	73
Otros	113	0,1	82	0,1	97	0,1	18,9	15
<b>Algodón</b>	<b>448</b>	<b>0,5</b>	<b>364</b>	<b>0,5</b>	<b>364</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0</b>
<b>Total</b>	<b>84.964</b>	<b>100,0</b>	<b>76.547</b>	<b>100,0</b>	<b>81.921</b>	<b>100,0</b>	<b>7,0</b>	<b>5.374</b>

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

millones de hectáreas cultivadas, la tercera parte se encuentra comprometida por la sequía que provocaría pérdidas de rendimiento y de producción. Por esta razón, el Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA) estima una producción de alrededor de 12,5 millones de toneladas, similar a la campaña anterior, dependiendo de las precipitaciones que se verifiquen en el corto plazo (ver Cuadro III.5). De esta forma, en un contexto de elevados precios internacionales por la reducción de la oferta mundial, se espera que la oferta exportable siga siendo reducida y a fines del trimestre ya más del 90% de la cantidad disponible de trigo para la exportación se encontraba vendida.

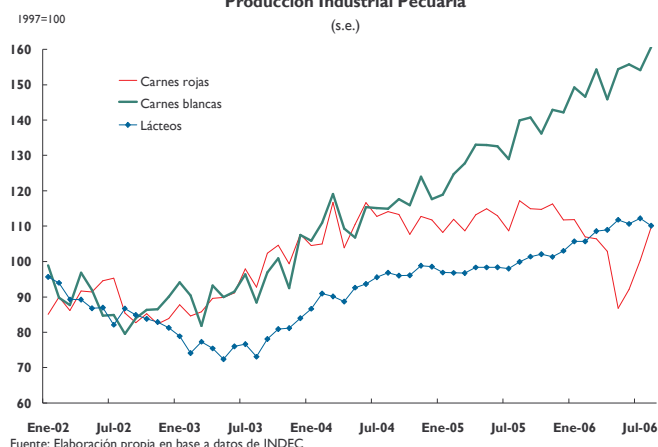
Si bien la siembra de maíz se encuentra retrasada debido a la sequía, la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos (SAGPyA) mantiene su proyección de 3,2 millones de hectáreas destinadas al cultivo, 0,7% por encima de lo alcanzado en la campaña pasada, y una producción de 17,9 millones de toneladas, en el caso en que se mantengan los rindes obtenidos en la campaña anterior. En el caso de la soja, si bien la siembra aún no ha comenzado, se esperan incrementos en la superficie cultivada en detrimento del maíz, en un contexto de elevados rendimientos económicos para los productores, lo que posibilita el alcance de nuevos records de cosecha. De esta manera, la SAGPyA estima un incremento de 2,5% en el área cultivada de soja en relación con la campaña anterior y estimaciones privadas y del USDA arrojan una producción esperada mayor a 41,3 millones de toneladas, 2% por encima de la alcanzada en la campaña 05/06.

Dentro del sector pecuario se ha observado un importante crecimiento de la oferta en el tercer trimestre (ver Gráfico III.14). En efecto, en el bimestre julio-agosto, la cantidad de cabezas enviadas a faena se incrementó 16,5% s.e. frente al segundo trimestre impulsada por dos factores en particular. En primer lugar, se evidenció una sobreoferta de animales livianos debido a la falta de pastos que generó la sequía. Dado que esta situación reduce la fertilidad de las madres, ya que complica su recuperación, se encuentra en riesgo la producción de terneros del año que viene lo cual, al reducir la oferta, podría presionar al alza sobre los precios internos. En segundo lugar, el Gobierno continuó flexibilizando las restricciones impuestas a las exportaciones vacunas, lo que trajo aparejado una fuerte recuperación de las ventas externas (ver Sección V).

En el sector avícola, la producción mostró nuevamente un fuerte crecimiento interanual, elevándose 16,8% en el tercer trimestre, a partir del menor precio en relación con bienes sustitutos y la fuerte demanda interna, que entre los meses de julio y agosto aumentó 19% en relación al mismo período del año anterior.

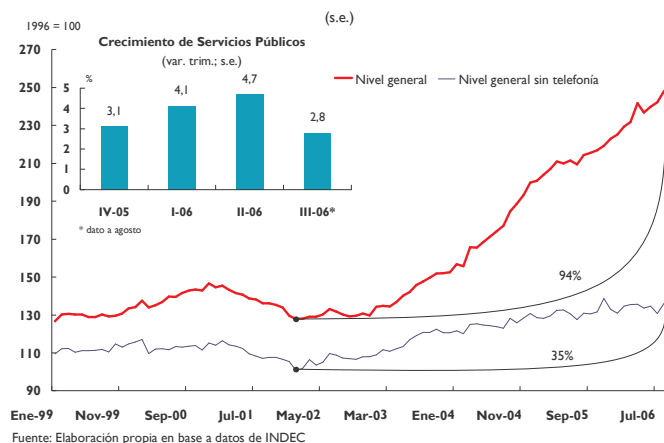
También mantiene un elevado ritmo de crecimiento la producción de leche cruda. En el bimestre julio-agosto aumentó 12,3% i.a. descomprimiendo los precios internos, que se redujeron 0,3% en relación al trimestre previo según datos de la SAGPyA. En este marco, el Gobierno decidió reducir los derechos a la exportación de ciertos productos lácteos en 5 p.p.. Asimismo, durante los primeros siete meses del año las ventas externas tuvieron un crecimiento de 19% i.a. en volumen y 24% i.a. en valor.

**Gráfico III.14**  
**Producción Industrial Pecuaría**  
(s.e.)





**Gráfico III.15**  
**Servicios Públicos**



### Servicios Públicos

El consumo de servicios públicos sigue evolucionando favorablemente. En particular, el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) del tercer trimestre experimentaría un alza similar o mayor a 3% s.e., encabezada por los servicios telefónicos y secundada por el resto de los componentes, con excepción de los peajes. De esta forma, el nivel general del ISSP continuaría en ascenso y acumularía una expansión de 94% s.e. desde 2002, que alcanza a 35,2% s.e. si se excluye el rubro telefonía (ver Gráfico III.15).

En el tercer trimestre el consumo de servicios telefónicos habría vuelto a aumentar, detectándose cierta desaceleración entre los servicios de telefonía celular, a la vez que el resto de los servicios telefónicos se habrían visto dinamizados, cobrando mayor participación en el sector (ver Cuadro III.6). Si bien el mercado de telefonía celular alcanza mayores niveles de madurez (que impactan en el ritmo al que aumenta su actividad), aún tiene un importante potencial de crecimiento dado que la penetración de los teléfonos móviles (que actualmente asciende a 65% de la población frente a 40% en 2005) es aún inferior a la de otros países de América latina. Dentro de las comunicaciones también se está registrando un importante incremento en la cantidad de conexiones de banda ancha de internet, que acompaña un aumento de la oferta y una caída en el costo del servicio.

Los servicios de transporte de carga y de pasajeros están creciendo a un ritmo considerable, estimulados por el alza de la actividad económica, el comercio y el turismo, tanto receptivo como interno. Por su parte, el número de automotores que pasaron por peajes en distintos puntos del país pareciera no haberse incrementado con respecto al trimestre anterior.

Por último, la distribución de electricidad, gas y agua, estaría creciendo en el lapso julio-agosto a la tasa trimestral más alta desde mediados de 2003. Los principales aumentos estarían concentrados en los primeros dos rubros, ante una demanda creciente que acompaña el desarrollo de la actividad económica del país. En este marco, la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A. (CAMMESA) estima que la demanda de energía eléctrica aumentaría 5,4% en el año y subiría 4,5% en los próximos dos años.

Si bien en el sector energético no se notaron restricciones de importancia en lo que va de 2006, el Gobierno Nacional lanzó algunas medidas para incrementar la oferta en el corto plazo, orientadas principalmente al sistema eléctrico.

En particular, la Secretaría de Energía implementó el Servicio de Energía Plus<sup>9</sup>. Esta iniciativa prevé incrementar la oferta de generación por medio de la incorporación de potencia adicional a cargo de generadores y autogeneradores de las propias industrias que no sean agentes del Mercado Eléctrico Mayorista (MEM), que no disponían de unidades de generación, o que no estaban interconectados al sistema. Adicionalmente, se establece que a partir de noviembre la energía comercializada en el mercado *spot*

**Cuadro III.6**  
**ISSP. Evolución por Rubro**

Rubros	var. % s.e.				
	III-05	IV-05	I-06	II-06	III-06*
Telefonía	2,9	2,7	7,1	7,0	4,5
Transporte de pasajeros	0,5	-2,4	-0,2	2,9	2,9
Transporte de cargas	-2,6	4,2	-0,9	3,8	2,8
Electricidad, Gas y Agua	0,4	1,8	1,1	-1,3	2,9
Peajes	5,2	6,7	-6,7	5,8	-0,5
<b>ISSP</b>	<b>1,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>2,8</b>

\* dato a agosto

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

<sup>9</sup>Resolución 1281/2006 de la Secretaría de Energía.



tendrá como destino prioritario el abastecimiento de las demandas de los hogares. Aquellos clientes con una potencia de energía superior a 300 kW (grandes usuarios y grandes demandas) sólo podrán abastecerse del mercado *spot* por el remanente no contratado en el Mercado a Término de su demanda de energía de 2005, o deberán generar su propia oferta.

En cuanto a medidas a más largo plazo, el Gobierno firmó acuerdos con algunas provincias para financiar la ampliación de usinas de ciclo combinado que permitirá un aumento de la potencia instalada. Simultáneamente anunció el relanzamiento del programa de energía nuclear en el país. En conjunto, la ampliación de las centrales y la finalización de Atucha II, sumadas a la construcción de las dos nuevas centrales térmicas y la elevación de la cota de Yacyretá, permitirían incrementar la potencia instalada actual en más de 14% entre 2008 y 2010.

.

## IV. EMPLEO Y SALARIOS

### IV.1 Síntesis

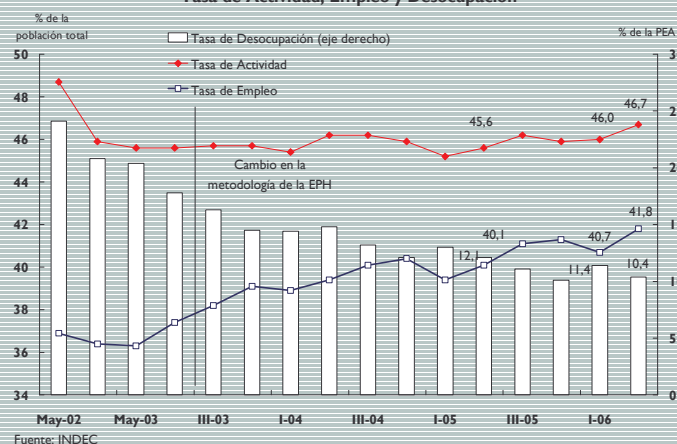
*Acompañando la expansión de la economía, el mercado de trabajo sigue mostrando mejoras y la Tasa de Desempleo se ubicaría en torno a 9% de la Población Económicamente Activa (PEA) a fines de 2006, cayendo por debajo de dicho nivel el próximo año. En este sentido, teniendo en cuenta los datos adelantados, en el tercer trimestre del corriente año la Tasa de Desocupación se habría posicionado levemente por debajo de 10% de la PEA, alcanzando el menor nivel en más de una década.*

*El ritmo de crecimiento del empleo durante el tercer trimestre se habría mantenido en un nivel elevado, aunque algo más moderado al observado en el trimestre anterior, cuando ascendió a 5,1% interanual (i.a.). El alza de la demanda laboral habría continuado focalizada en el sector formal de la economía, que exhibió en el primer semestre una elasticidad empleo-Producto superior a 1. Asimismo, la mayor probabilidad de encontrar un puesto de trabajo y la suba de las remuneraciones han impulsado un aumento de la oferta laboral a partir del segundo trimestre del año, que se mantendría en la segunda mitad de 2006. De hecho, entre abril y junio la PEA alcanzó a 46,7% de la población, superando en 1,1 punto porcentual (p.p.) el valor del mismo período del año pasado, a partir de la entrada al mercado de trabajo de 528 mil personas.*

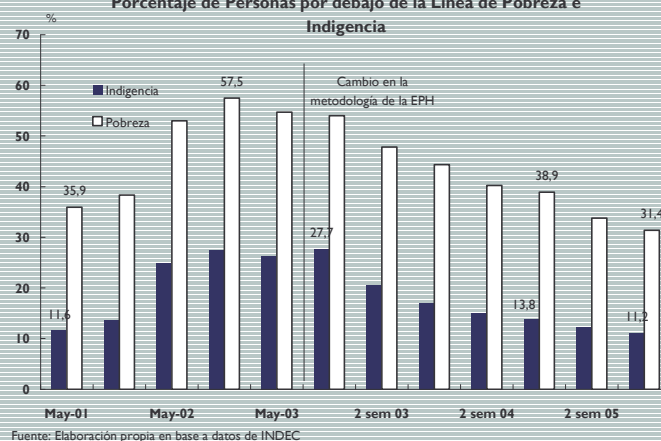
*Por su parte, los salarios reales siguieron creciendo con fuerza en el tercer trimestre a partir de la concreción de las subas estipuladas en los convenios colectivos firmados en la primera mitad del año y la entrada en vigor de los aumentos dispuestos en la Administración Pública Nacional. Diferente fue la evolución de los salarios informales, que registraron un alza menor, en un contexto de aumento de la oferta laboral. Así, en promedio el incremento de las remuneraciones en términos reales se habría situado en torno a 3% i.a. en el tercer trimestre y en el acumulado del año la suba superaría 6%.*

*La mejora en los salarios y el empleo permitió una nueva reducción de la cantidad de personas en situación de pobreza e indigencia. En el primer semestre, el porcentaje de la población en situación de pobreza cayó 7,5 p.p. con respecto al mismo período del año anterior y se ubicó en 31,4%. Por su parte, la indigencia alcanzó a 11,2% de la población (-2,6 p.p. i.a.). De esta forma, la pobreza acumula una baja de 26,1 p.p. con respecto al valor máximo alcanzado a fines de 2002 y la indigencia una merma de 16,3 p.p..*

**Gráfico IV.1**  
Tasa de Actividad, Empleo y Desocupación

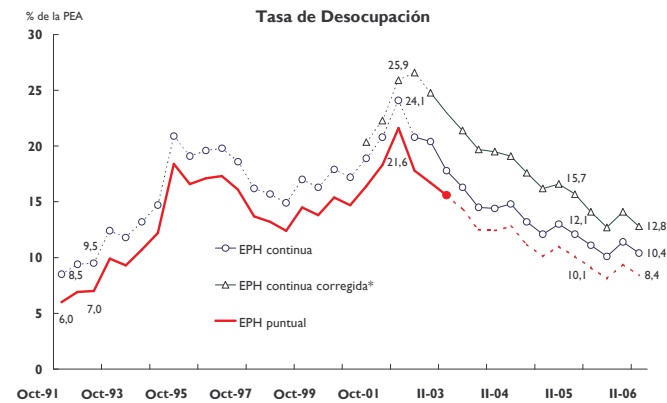


**Gráfico IV.2**  
Porcentaje de Personas por debajo de la Línea de Pobreza e Indigencia





**Gráfico IV.3**  
**Tasa de Desocupación**

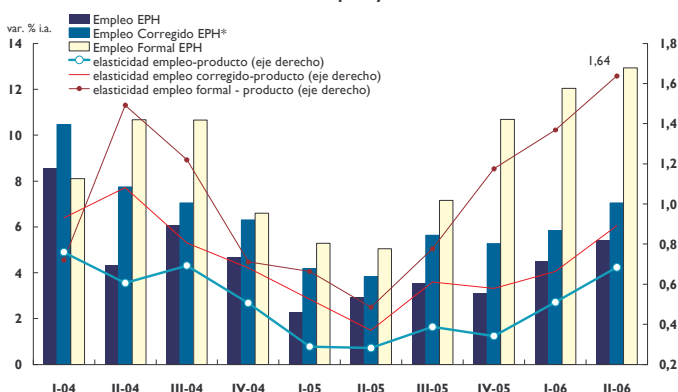


Nota: dado el corto plazo de existencia de la EPH continua, se procedió a extender los datos en base a la EPH puntual

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

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

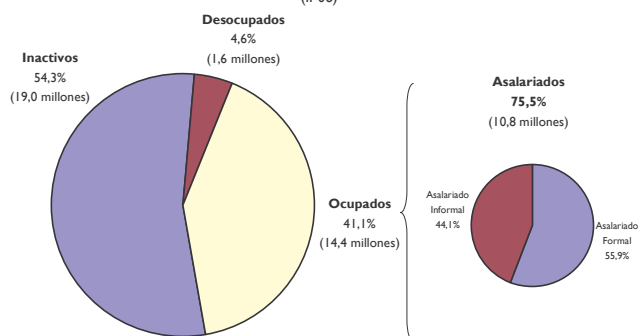
**Gráfico IV.4**  
**Creación de Empleo y Elasticidad**



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

Fuente: INDEC y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social

**Gráfico IV.5**  
**Mercado de Trabajo Urbano**  
(II-06)



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

## IV.2 Empleo

La mejora de la economía y las favorables perspectivas siguen plasmándose en las variables ocupacionales y sociales. Teniendo en cuenta los datos adelantados disponibles, el mercado laboral habría mantenido una tendencia positiva en el tercer trimestre del año y la Tasa de Desocupación se habría ubicado levemente por debajo de 10% de la Población Económicamente Activa (PEA<sup>10</sup>). Así, el desempleo habría vuelto a disminuir por cuarto año consecutivo, ubicándose en los niveles más bajos en más de una década. La reducción se explicaría por el buen desempeño del empleo, que entre julio y septiembre habría vuelto a crecer con fuerza en forma interanual (i.a.), en un contexto de aumento de la oferta laboral.

Estos resultados profundizarían lo sucedido en el segundo trimestre, cuando la Tasa de Desocupación alcanzó a 10,4% de la PEA (1,6 millones de personas extrapolando los datos de la Encuesta Permanente de Hogares -EPH- al total urbano), con una reducción de 1,7 puntos porcentuales (p.p.) frente al mismo período de 2005 y de 1 p.p. con relación al trimestre previo (ver Gráfico IV.1). Si se incluyen dentro de los desocupados a los beneficiarios de los planes de empleo que buscan activamente trabajo, mayormente del Plan Jefas y Jefes de Hogar (PJyJH), se observa una mayor expansión en la cantidad de empleados. Así, la Tasa de Desocupación corregida finalizó en 12,8% de la PEA (2 millones de personas), cayendo en 2,9 p.p. con respecto al año anterior (ver Gráfico IV.3).

El fuerte incremento del empleo permitió que la cantidad de desocupados continuara disminuyendo, en un marco en que las mejoras observadas en el mercado de trabajo alentaron a las personas a aumentar la fuerza laboral. En efecto, si bien durante el segundo trimestre se sumaron 528 mil personas a la oferta de trabajo urbano en términos interanuales, la creación de casi 694 mil nuevos empleos permitió una caída en el número de desempleados de 167 mil personas. Así, el número de ocupados se incrementó 5,1% i.a. registrando una aceleración con respecto a la tendencia previa (ver Gráfico IV.4).

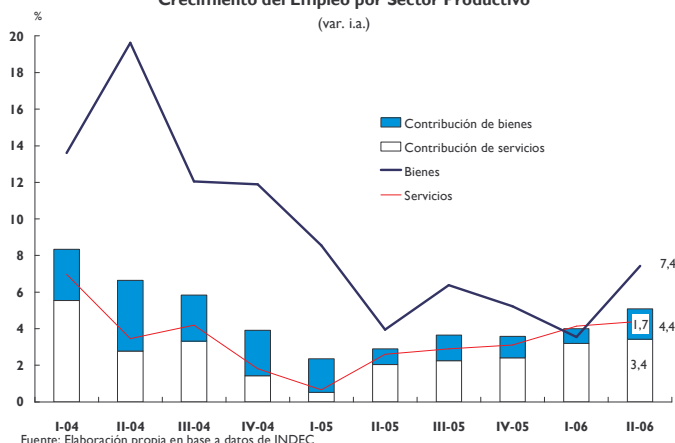
El mayor ritmo de creación de puestos de trabajo implicó un significativo aumento de la elasticidad empleo-Producto. En términos interanuales, dicha elasticidad se habría ubicado en 0,7, muy por encima del promedio del año pasado (0,33) y de la observada en el primer trimestre de 2006 (0,51). También registró una suba mayor la elasticidad empleo corregido<sup>11</sup>-Producto, que ascendió a 0,9 frente a un valor promedio de 0,52 en 2005.

El incremento de la elasticidad fue impulsado mayormente por el segmento formal, cuya elasticidad se ubicó en valores superiores a 1,6. El elevado ritmo de aumento de la cantidad de ocupados formales, 13% i.a., respondería tanto a la creación genuina de empleo en blanco como a la formalización de empleados que no tenían descuentos jubilatorios. De esta forma, la cantidad de personas asalariadas en el sector informal redujo su participación en 3,1 p.p. con respecto al año pasado y representó a 44,1% de la población de referencia (ver Gráfico IV.5). A pesar de ello, aún los niveles de informalidad se mantienen elevados e incluso son

<sup>10</sup> Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

<sup>11</sup> Cantidad de ocupados neto de las personas que buscan de forma activa empleo y declaran como ocupación principal un plan de empleo o similar.

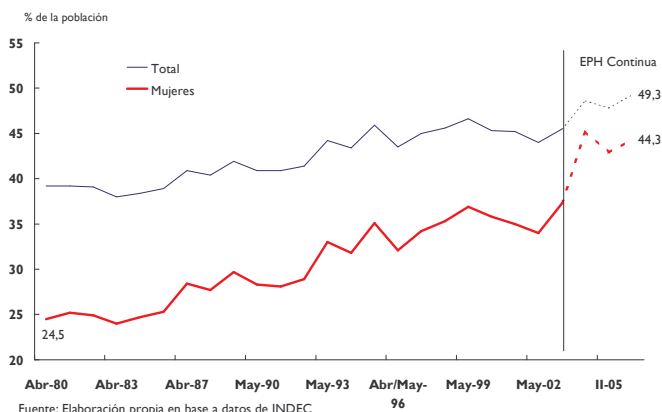
Gráfico IV.6

Crecimiento del Empleo por Sector Productivo  
(var. i.a.)

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

superiores a los observados en octubre de 2001, cuando alcanzaban a 38,1%<sup>12</sup>. Asimismo, la velocidad de reducción de la informalidad podría verse afectada teniendo en cuenta la falta de definición de algunas regulaciones que inciden en el costo laboral.

El aumento del empleo en el segundo trimestre fue alentado principalmente por los sectores proveedores de servicios, que aportaron más de dos tercios del crecimiento i.a., impulsados principalmente por Comercio, Hoteles y restaurantes y las actividades relacionadas con el Sector financiero. De esta forma, se observa una paulatina pero persistente aceleración en la creación de empleo del sector servicios, el mayor demandante de mano de obra, que acompaña su crecimiento económico. En el sector productor de bienes, también se registró un aumento en la creación de empleo, que se situó por encima de 7% i.a.. Las subas más importantes fueron observadas en la Industria manufacturera, que volvió a aumentar su dotación de trabajadores luego de que permaneciera relativamente estable en los últimos tres trimestres, y en la Construcción, que mantiene un ritmo de absorción de mano de obra elevado (ver Gráfico IV.6).

Gráfico IV.7  
Tasa de Actividad GBA

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Por su parte, la oferta laboral continuó incrementándose en el segundo trimestre en términos interanuales, incluso con mayor fuerza que en el trimestre anterior. Entre abril y junio la Tasa de Actividad alcanzó un récord histórico de 46,7% de la población relevada (16 millones de personas), situándose 1,1 p.p. por encima del año anterior. La entrada de más personas al mercado laboral podría deberse principalmente a las mayores posibilidades de conseguir un trabajo percibidas por las personas inactivas y las mejores condiciones salariales. La suba se suma a la tendencial trayectoria ascendente de la oferta de trabajo, vinculada entre otros factores, al impacto de la incorporación de la mujer en el ámbito laboral. Dentro del Gran Buenos Aires (GBA), región para la que se cuenta con una serie de datos más extensa, en los últimos 30 años la Tasa de Actividad de las mujeres se ha incrementado en casi 20 p.p. y en la actualidad supera 44% (ver Gráfico IV.7).

Cuadro IV.1  
Indicadores Laborales por Región

Región	II-05	III-05	IV-05	I-06	II-06	Var. II-06 / II-05
<b>Tasa de Actividad (% de la población)</b>						
GBA	47,8	48,8	48,3	48,8	49,3	1,5
Cdad. de Bs. As.	55,6	54,7	54,4	53,3	54,7	-0,9
Partidos del GBA	45,3	47,0	46,4	47,4	47,6	2,3
AIP	43,0	43,2	43,2	42,7	43,7	0,7
<b>Total Aglomerados</b>	<b>45,6</b>	<b>46,2</b>	<b>45,9</b>	<b>46,0</b>	<b>46,7</b>	<b>1,1</b>
<b>Tasa de Empleo (% de la población)</b>						
GBA	41,4	42,9	42,9	42,7	43,7	2,3
Cdad. de Bs. As.	50,3	50,5	50,1	48,4	49,8	-0,6
Partidos del GBA	38,6	40,6	40,8	40,9	41,8	3,2
AIP	38,6	38,9	39,3	38,4	39,7	1,1
<b>Total Aglomerados</b>	<b>40,1</b>	<b>41,1</b>	<b>41,3</b>	<b>40,7</b>	<b>41,8</b>	<b>1,7</b>
<b>Tasa de Desocupación (% de la PEA)</b>						
GBA	13,4	12,0	11,0	12,5	11,3	-2,1
Cdad. de Bs. As.	9,6	7,7	8,0	9,1	9,0	-0,1
Partidos del GBA	14,9	13,6	12,1	13,6	12,1	-2,8
AIP	10,3	9,8	8,9	10,0	9,3	-1,0
<b>Total Aglomerados</b>	<b>12,1</b>	<b>11,1</b>	<b>10,1</b>	<b>11,4</b>	<b>10,4</b>	<b>-1,7</b>

Fuente: INDEC

A nivel regional, en el segundo trimestre la reducción del desempleo siguió concentrándose en el GBA, donde la caída alcanzó a 2,1 p.p., en tanto que en los Aglomerados del Interior del País (AIP) la baja fue de 1 p.p. (ver Cuadro IV.1). El mayor descenso de la Tasa de Desocupación en el GBA, en particular en los Partidos del Conurbano, se debió al fuerte aumento del empleo, 6,5% i.a., que compensó la significativa entrada de personas inactivas al mercado laboral observada en la región (3,9% i.a.; 1,5% de la población). En los AIP también se observó un crecimiento del empleo (4% i.a.), parcialmente compensado por un incremento de la fuerza laboral, que volvió a aumentar con respecto al año pasado a diferencia de lo sucedido en el primer trimestre. A pesar de la mayor caída del desempleo en el GBA, su Tasa de Desocupación aún es mayor a la observada en los AIP, debido a las distintas características de los mercados de trabajo, dado que tanto la oferta como la demanda laboral son superiores en el GBA.

Las perspectivas indican que el mercado de trabajo seguiría mostrando mejoras en lo que resta de 2006 y en 2007, acompañando la expansión de la economía. El empleo continuaría aumentando, aunque posiblemente a tasas menos elevadas a las

<sup>12</sup> Sin embargo, esta cifra no es totalmente comparable con los datos actuales teniendo en cuenta el cambio en la metodología de la EPH.

registradas entre el segundo semestre de 2005 y el primero de 2006. Asimismo, se espera que las mayores posibilidades de conseguir un trabajo mantengan una Tasa de Actividad levemente mayor a la tendencial, atenuando la caída de la desocupación. En este marco, la Tasa de Desempleo se ubicaría en torno a 9% de la PEA a fines de 2006 y seguiría cayendo el año entrante.

### IV.3 Salarios

Los salarios reales de la economía continúan en ascenso, profundizando la tendencia exhibida a lo largo de la primera parte del año e impulsando los niveles de consumo. En particular, en el tercer trimestre el incremento se habría situado por encima de 3%, a partir de las mejoras observadas en el sector privado registrado. De esta forma, en promedio el aumento acumulado del poder adquisitivo al tercer trimestre sería algo mayor a 6% i.a. y el año finalizaría con una expansión que prácticamente cerraría la brecha observada desde la crisis, aunque con situaciones sectoriales diferentes. La alta segmentación del mercado laboral se refleja en la recuperación desigual que muestran los salarios registrados y no registrados (ver Gráfico IV.8).

En el tercer trimestre los salarios del sector privado formal siguieron siendo los más dinámicos, con un incremento cercano a 4%, en la medida que los aumentos escalonados acordados en la primera mitad de 2006 en las negociaciones colectivas continuaron haciéndose efectivos, a la vez que se prevén nuevas rondas de negociación en la primera mitad de 2007 (ver Gráfico IV.9). Paralelamente, se espera que en el mediano plazo este segmento laboral continúe mostrando alzas de salarios, en la medida que la demanda de trabajadores siga creciendo con fuerza, en un contexto donde la oferta desocupada, en algunas ocupaciones y determinados niveles educativos, es escasa. En particular, la cantidad de personas que participan de la fuerza laboral y cuentan con un grado educativo universitario sin ocupación se encuentra en niveles que podrían ser considerados friccionales teniendo en cuenta que la Tasa de Desocupación es inferior a 5% de la PEA de dicho segmento.

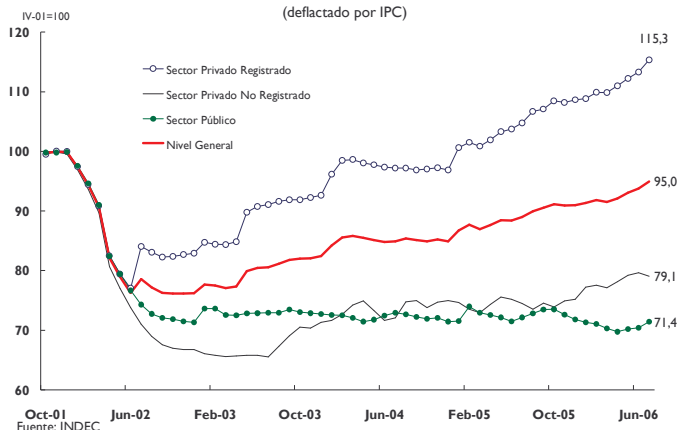
En el sector público los salarios reales también registraron un importante aumento trimestral, cercano a 3%. El incremento sería consecuencia del cómputo del primer aumento escalonado acordado en una parte de la Administración Pública Nacional (10% a partir de junio y 9% a partir de agosto), la suba otorgada a las fuerzas de seguridad (10% a partir de julio y 9% a partir de septiembre), y las alzas dispuestas en algunas provincias, que impactan de forma completa en el período. De este modo, se observaría la suba más significativa del sector desde el tercer trimestre de 2005, reduciéndose la brecha existente con respecto a fines de 2001, aunque aún es superior a 27%<sup>13</sup>.

Finalmente, los salarios del sector privado no registrado mostraron un alza real más reducida, inferior a 1%. Su comportamiento diferiría del resto de los segmentos laborales porque la suba de los salarios reales en el primer semestre (5,9%) podría haber impulsado a una mayor cantidad de personas a entrar al mercado de trabajo, incrementando la fuerza laboral. Sin embargo, en lo que resta del año podría observarse un incremento, debido a las modificaciones

**Gráfico IV.8**

#### Salario Real

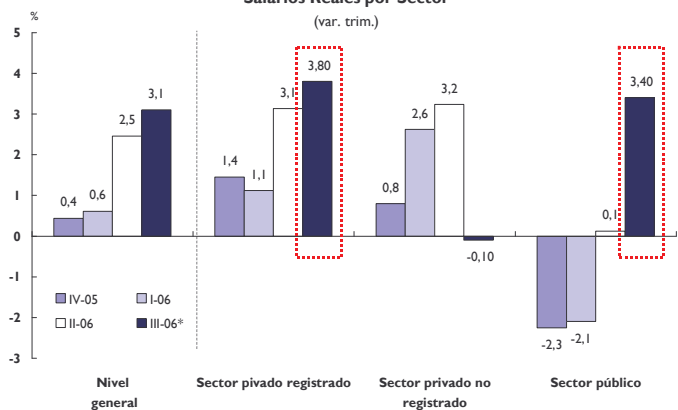
(deflactado por IPC)



**Gráfico IV.9**

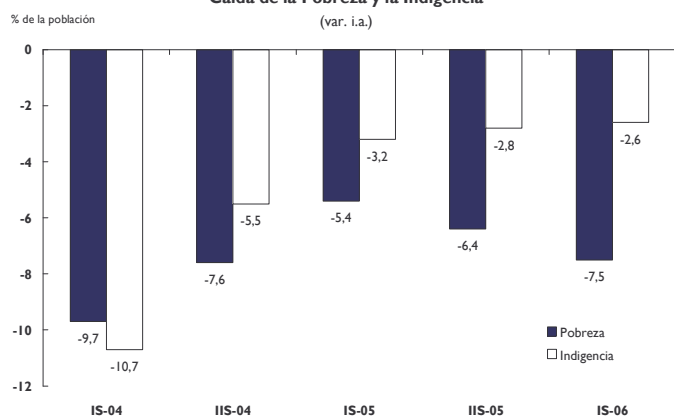
#### Salarios Reales por Sector

(var. trim.)



<sup>13</sup> Cabe notar, sin embargo, que la brecha medida por otros relevamientos salariales como la EPH o el SIJyP sería inferior (ver Sección VIII).

Gráfico IV.10

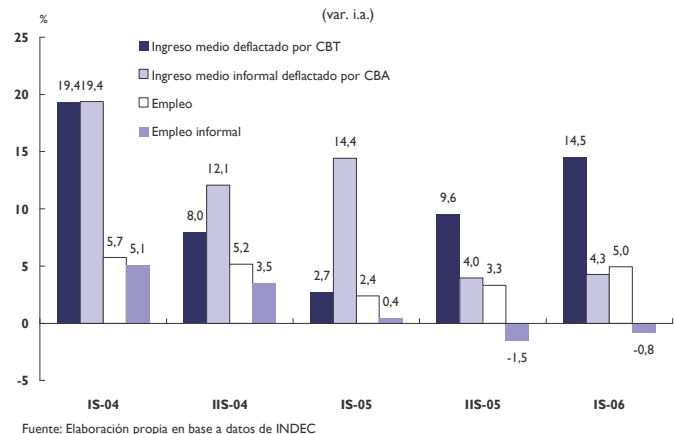
Caída de la Pobreza y la Indigencia  
(var. i.a.)

dispuestas por el Gobierno en el Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM), que podría funcionar como una referencia del ingreso de los trabajadores informales.

#### IV.4 Pobreza<sup>14</sup> e Indigencia<sup>15</sup>

Acompañando el aumento del empleo y los salarios, en el primer semestre de 2006 los indicadores sociales continuaron exhibiendo mejoras. La pobreza alcanzó en la primera mitad del año a 31,4% de la población de los centros urbanos relevados por la EPH, reduciéndose 7,5 p.p. frente al primer semestre del año pasado (ver Gráfico IV.10). Los niveles de este indicador se ubicaron por segundo semestre consecutivo por debajo de los registros previos a la devaluación. A la par de la disminución de la pobreza, también se observó una baja de la indigencia de 2,6 p.p. que alcanza a 11,2% de la población.

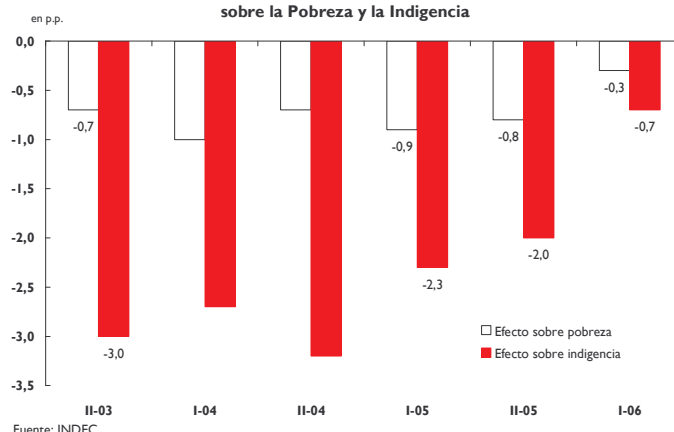
Gráfico IV.11

Variación de los Ingresos y el Empleo  
(var. i.a.)

La caída de la pobreza en el primer semestre se dio en un ámbito en el que a la significativa creación de empleo se sumó la suba de los ingresos medios de los ocupados, que superó el incremento del costo de la Canasta Básica Total (CBT). En particular, en el primer semestre la ocupación creció 5,0% i.a., en tanto que los ingresos medios nominales de los ocupados aumentaron en torno a 27,4% i.a. de acuerdo a los datos de la EPH, superando el encarecimiento de 11,3% i.a. de la CBT (ver Gráfico IV.11).

En cuanto a la caída de la población indigente (o con ingresos inferiores a la Canasta Básica Alimentaria -CBA-), teniendo en cuenta que su mayor fuente de ingresos podría depender del mercado informal de trabajo, la menor disminución podría estar relacionada con el incremento más reducido de los ingresos de los asalariados informales con respecto al alza del costo de la CBA.

Gráfico IV.12

Efecto de los Planes de Jefes y Jefas de Hogar  
sobre la Pobreza y la Indigencia

Asimismo, un efecto que no favoreció a la merma de la pobreza y la indigencia fue la reducción de la incidencia de los Planes de Jefas y Jefes de Hogar sobre los indicadores sociales, como consecuencia de su menor cobertura de las canastas básicas y la disminución de la cantidad de personas beneficiarias del plan, entre otros factores. De acuerdo a los datos de la EPH, los planes de empleo contribuyeron en el primer semestre a reducir en 0,3 p.p. la pobreza y un 0,7 p.p. la indigencia, en tanto que en el mismo período del año pasado lo hacían en 0,9 p.p. y 2,3 p.p., respectivamente (ver Gráfico IV.12).

En los próximos meses se espera que la pobreza y la indigencia continúen reduciéndose, a partir del incremento de los salarios reales y del empleo. Incidirían favorablemente las medidas de incremento del Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM; que indirectamente impulsaría los salarios en el sector informal) y los aumentos otorgados a las personas que perciben jubilaciones y pensiones que se encuentran en los estratos poblacionales con menores ingresos.

<sup>14</sup> La medición de la pobreza con el método de la "línea de pobreza" consiste en establecer, a partir de los ingresos de los hogares, si éstos tienen capacidad de satisfacer (por medio de la compra de bienes y servicios) un conjunto de necesidades alimentarias y no alimentarias consideradas esenciales comprendido en la Canasta Básica Total (CBT). De esta manera, los hogares que no superan ese umbral, o línea, son considerados pobres, junto con las personas que los componen.

<sup>15</sup> El concepto de "línea de indigencia" procura establecer si los hogares cuentan con ingresos suficientes como para cubrir una canasta de alimentos (Canasta Básica Alimentaria -CBA-) capaz de satisfacer un umbral mínimo de necesidades energéticas y proteicas. De esta manera, los hogares que no superan ese umbral, o línea, son considerados indigentes, junto con las personas que los componen.

## V. SECTOR EXTERNO

### V.1 Síntesis

La balanza comercial arrojaría en 2006 un superávit cercano a US\$10.500 millones (5% del PIB), mayor al estimado inicialmente, debido al mejor desempeño de las exportaciones. En efecto, mientras que las cantidades despachadas vienen evolucionando en sintonía con lo esperado, el aumento de los precios de exportación por encima de lo proyectado previamente eleva la estimación de exportaciones para el año a cerca de US\$44.500 millones, monto que representaría un nuevo récord histórico. Las importaciones, en tanto, continúan aumentando a buen ritmo luego de una desaceleración transitoria en el segundo trimestre y se espera que se sitúen en torno a US\$34.000 millones, como se estimó en el Informe de Inflación anterior.

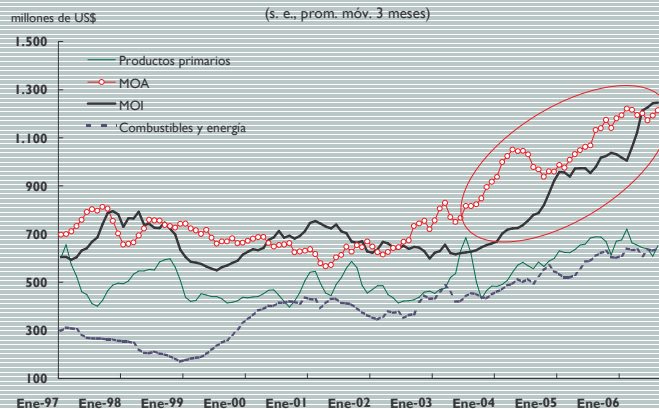
Para 2007 la tasa de crecimiento de las exportaciones mostraría una leve desaceleración, en un entorno de precios todavía elevado pero que, a diferencia de los últimos años, no aportaría positivamente en la comparación interanual. Adicionalmente, el déficit hídrico en algunas regiones del país podría afectar la cosecha de cereales. Aún así, una serie de productos no tradicionales (como el cobre y el oro) seguiría mostrando un dinamismo tan importante como el de 2006, compensando parcialmente los factores mencionados. En tanto, las importaciones también continuarían en ascenso durante el próximo año.

El saldo de Cuenta Corriente continúa evolucionando favorablemente, en base a un incremento en el margen del superávit comercial (que sin embargo finalizaría el año por debajo del nivel de 2005), una menor salida neta de divisas en la balanza de servicios y una reducción del saldo deficitario de la cuenta Rentas de la inversión, representando en 2006 alrededor de 3% del PIB. Para el año próximo se prevé que el saldo de Cuenta Corriente continúe situándose en un terreno positivo, mostrando un ajuste con respecto a 2006 asociado a la corrección proyectada de la balanza comercial.

La Cuenta Capital y Financiera continuaría exhibiendo un resultado positivo en 2007, al igual que en 2006, descontado el pago al Fondo Monetario Internacional (FMI). En particular, la Inversión Extranjera Directa (IED) se mantendría en ascenso en un marco en el que se prevé un aumento de los flujos de capital a los países de la región. Asimismo, el Sector público también registraría un ingreso neto. Por último, el BCRA continuará con su política prudencial de acumulación de Reservas Internacionales, que a fin de septiembre superaron los US\$28.000 millones.

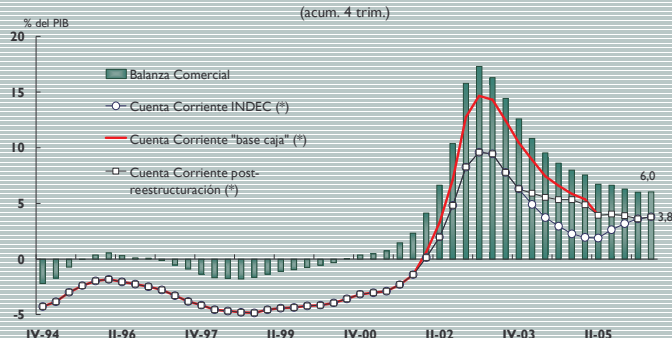
Los principales riesgos del sector externo están dados por la posibilidad de que el crecimiento económico global sea inferior al esperado, que se produzca una reducción pronunciada de los precios de las materias primas, o que se observe un potencial incremento del proteccionismo mundial, resultando el fracaso de la Ronda de Doha un ejemplo en este sentido.

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



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

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



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

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.



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

	2004	II-05	III-05	IV-05	2005	I-06	II-06
<b>Cuenta Corriente (*)</b>	<b>3.446</b>	<b>1.874</b>	<b>2.145</b>	<b>1.568</b>	<b>5.789</b>	<b>1.231</b>	<b>2.512</b>
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	2,3	3,9	4,6	3,3	3,2	2,7	4,6
Cuenta Corriente post-reestructuración, anualizada en % del PIB (**)	5,3	3,9	4,6	3,3	3,9	2,7	4,6
<b>Mercancías</b>	<b>13.265</b>	<b>3.436</b>	<b>3.796</b>	<b>2.827</b>	<b>12.805</b>	<b>2.714</b>	<b>3.928</b>
Exportaciones fob	34.576	10.646	10.882	10.164	40.106	9.755	11.786
Importaciones fob	21.311	7.211	7.086	7.337	27.302	7.042	7.858
<b>Servicios</b>	<b>-1.482</b>	<b>-499</b>	<b>-353</b>	<b>-146</b>	<b>-1.378</b>	<b>-302</b>	<b>-358</b>
Exportaciones de servicios	5.146	1.387	1.477	1.819	6.236	1.840	1.585
Importaciones de servicios	6.628	1.886	1.830	1.964	7.615	2.142	1.942
<b>Rentas</b>	<b>-8.928</b>	<b>-1.207</b>	<b>-1.428</b>	<b>-1.269</b>	<b>-6.207</b>	<b>-1.322</b>	<b>-1.214</b>
Renta de la inversión	-8.896	-1.196	-1.419	-1.261	-6.172	-1.314	-1.200
Intereses	-6.956	-597	-656	-435	-3.355	-380	-307
Ganados	2.818	756	753	921	3.239	878	967
Pagados	9.774	1.353	1.409	1.357	6.594	1.258	1.274
Utilidades y Dividendos	-1.940	-600	-763	-826	-2.818	-934	-893
Ganados	627	214	230	181	829	286	265
Pagados	2.567	814	993	1.006	3.646	1.220	1.158
Otras Rentas	-32	-11	-9	-8	-35	-8	-14
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>591</b>	<b>145</b>	<b>130</b>	<b>156</b>	<b>570</b>	<b>141</b>	<b>155</b>

Fuente: INDEC

## V.2 Cuenta Corriente

El saldo de la Cuenta Corriente continúa mostrando resultados positivos. Este comportamiento está explicado por el leve aumento del superávit de la balanza comercial, una menor salida neta de divisas en la balanza de servicios y la reducción del saldo deficitario de la cuenta Rentas de la inversión. Con esa evolución, durante el segundo trimestre de 2006 la Cuenta Corriente mostró un superávit de US\$2.512 millones, US\$638 millones más que en igual período de 2005. Se espera que en el año el saldo alcance aproximadamente US\$6.200 millones, cerca de 3% del Producto, monto superior al estimado previamente debido a las mayores exportaciones previstas (ver Cuadro V.1).

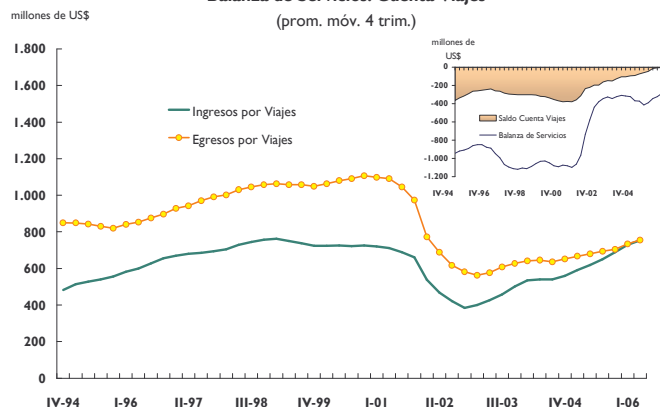
Impulsada por los crecientes ingresos de la cuenta Viajes, beneficiada por el gran dinamismo del sector turístico, la balanza de servicios reales continúa reduciendo su saldo deficitario. El auge que presenta el turismo receptivo en nuestro país se manifiesta en la proliferación de emprendimientos hoteleros y comerciales, y en la mayor afluencia de visitantes extranjeros. De acuerdo a datos de la Secretaría de Turismo de la Nación, en la primera mitad del año arribaron al Aeropuerto Internacional de Ezeiza (una de las principales puertas de entrada del turismo extranjero) 883.300 visitantes del exterior, marcando una suba de 11,6% interanual (i.a.). También la balanza de servicios registra una considerable baja en los egresos por servicios financieros con respecto a 2005, año que incluye el pago de comisiones por la operación de reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos (ver Gráfico V.3).

Por su parte, el déficit de la cuenta Rentas de la inversión continúa en disminución, a partir de una menor salida neta en concepto de intereses. En particular, los intereses percibidos por los residentes muestran un aumento, impulsados por aquellos generados por las Reservas Internacionales, ya que no sólo incrementaron su nivel sino que también obtienen mayores rendimientos por la última fase de suba de las tasas de interés internacionales. Este mejor desempeño de la cuenta de Intereses compensa el creciente débito en concepto de Utilidades y dividendos, que refleja los mayores resultados obtenidos por las empresas propiedad de no residentes, en particular las del sector petrolero, que obtuvieron una rentabilidad elevada en términos históricos debido a los altos precios internacionales.

Para el año próximo se prevé que el superávit de Cuenta Corriente muestre un ajuste, aunque continuaría situándose en terreno positivo. La reducción del superávit estaría explicada en gran medida por la disminución del saldo de la balanza comercial, al tiempo que la balanza de servicios y la cuenta Rentas de la inversión mostrarían un déficit similar al del corriente año. En el caso particular del rubro Viajes, se espera que se revierta el histórico saldo deficitario, a partir de un nuevo incremento del turismo receptivo, que ya se ubica como el cuarto generador de divisas, por delante del complejo cerealero y de la industria cárnica.

**Gráfico V.3**

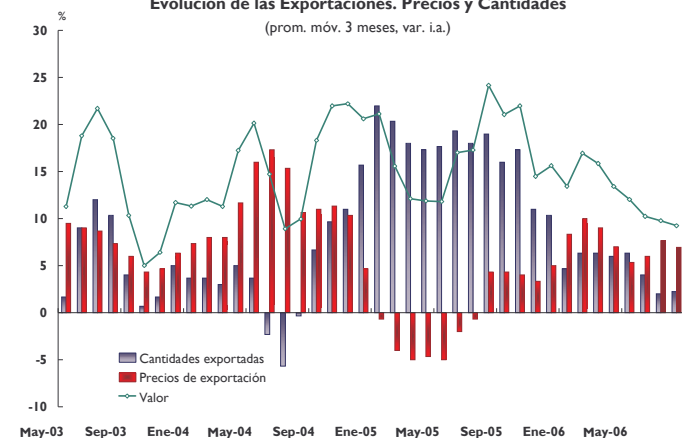
**Balanza de Servicios. Cuenta Viajes**  
(prom. móv. 4 trim.)



Fuente: INDEC

**Gráfico V.4**

**Evolución de las Exportaciones. Precios y Cantidades**  
(prom. móv. 3 meses, var. i.a.)



Fuente: INDEC

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

Rubro	Enero-Agosto					
	2005	2006	Var %			Contribución
			Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	5.926	5.874	-0,9%	6%	-7%	-1,7%
MOA	8.485	9.593	13,1%	3%	10%	36,0%
MOI	7.573	9.188	21,3%	7%	13%	52,5%
MOI sin Material de transporte	5.819	6.779	16,5%			31,2%
Material de transporte	1.754	2.409	37,3%			21,3%
Combustibles y energía	4.492	4.897	9,0%	30%	-16%	13,2%
<b>TOTAL</b>	<b>26.476</b>	<b>29.552</b>	<b>11,6%</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: INDEC

## Balanza Comercial<sup>16</sup>

La balanza comercial muestra un desempeño positivo, a partir de exportaciones que resultan superiores a las previstas anteriormente. Aunque crecen a menor ritmo que las importaciones, las ventas externas continúan aumentando a tasas de dos dígitos, con mayor aporte de precios que de cantidades. En efecto, en los primeros ocho meses del año, los precios de exportación muestran un avance de 7% i.a., en tanto que las cantidades despachadas crecieron 4% i.a.. Si bien las cantidades exportadas vienen evolucionando en sintonía con lo esperado, el aumento de los precios de exportación por encima de lo proyectado, principalmente a causa de las fuertes subas en petróleo, combustibles, metales y carnes, llevan la estimación de exportaciones totales para 2006 a US\$44.500 millones aproximadamente, monto que constituiría un nuevo récord histórico (ver Gráfico V.4 y Cuadro V.2).

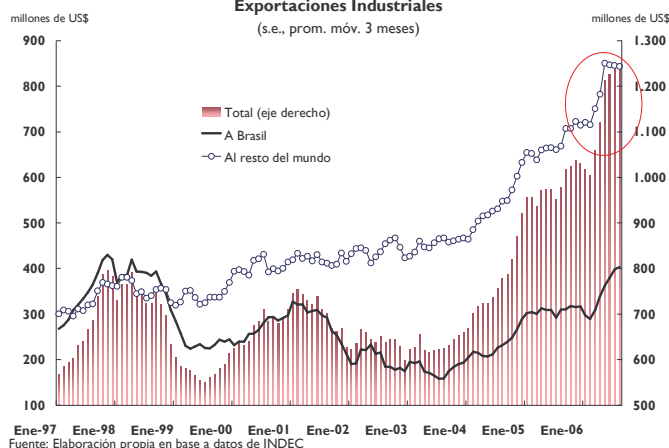
Los productos manufacturados (tanto de origen agropecuario como industrial) continúan apuntalando el incremento de las exportaciones. En los primeros ocho meses de 2006, las Manufacturas de origen industrial (MOI) constituyeron el rubro de exportación más dinámico. A partir de un crecimiento de 21,3% i.a., basado en gran medida en los mayores volúmenes enviados (13% i.a.), las MOI explicaron más de la mitad de la suba de las exportaciones. Si bien prácticamente la totalidad de los productos de origen industrial muestran aumentos, se destacan las ventas de material de transporte, alentadas por el fuerte incremento de los envíos de automóviles a Brasil, metales preciosos (básicamente oro; ver Apartado 2), productos químicos y vehículos de navegación aérea, marítima y fluvial.

La favorable evolución de las exportaciones de MOI a Brasil, principal comprador de productos industriales argentinos, permite que el déficit comercial bilateral se estabilice por debajo de US\$400 millones mensuales, luego de haberse incrementado sustancialmente desde mediados de 2003, a la par del fuerte incremento de las importaciones provenientes de dicho país. En lo que va de 2006 el saldo deficitario de la balanza comercial bilateral se redujo 0,3%, tras prácticamente duplicarse en 2005 (ver Gráficos V.5 y V.6).

Por su parte, las exportaciones de Manufacturas de origen agropecuario (MOA) acumulan en los primeros ocho meses del año una expansión de 13,1% i.a., a partir de una suba de 10% i.a. en cantidades y de 3% i.a. en precios. Buena parte de este incremento proviene de los mayores despachos del complejo oleaginoso (principalmente aceite y *pellets* de soja), que reflejan la expansión de la capacidad instalada de la industria concretada recientemente. Estas inversiones destinadas a ampliación de plantas, que convierten a los alrededores de la ciudad de Rosario (Provincia de Santa Fe) en uno de los principales polos aceiteros a nivel mundial, permiten prever que el incremento de las ventas de subproductos oleaginosos será sostenido.

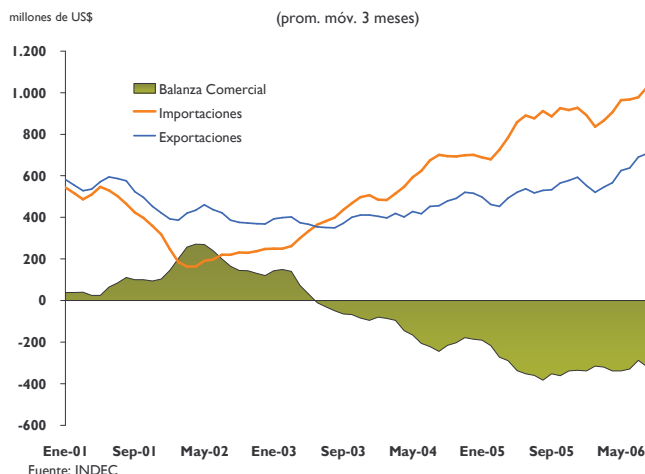
El único rubro de las MOA que exhibe una caída es el de carnes y sus preparados, afectado por las restricciones impuestas a la

**Gráfico V.5**  
**Exportaciones Industriales**  
(s.e., prom. móv. 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Gráfico V.6**  
**Comercio Bilateral con Brasil**  
(prom. móv. 3 meses)



Fuente: INDEC

<sup>16</sup> En el caso de la Balanza Comercial se consideran las importaciones *Cost of Insurance and Freight* (CIF; incluyendo el costo del seguro y fletes) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB; puesto a bordo).

Gráfico V.7

## Exportaciones de Combustibles y Energía

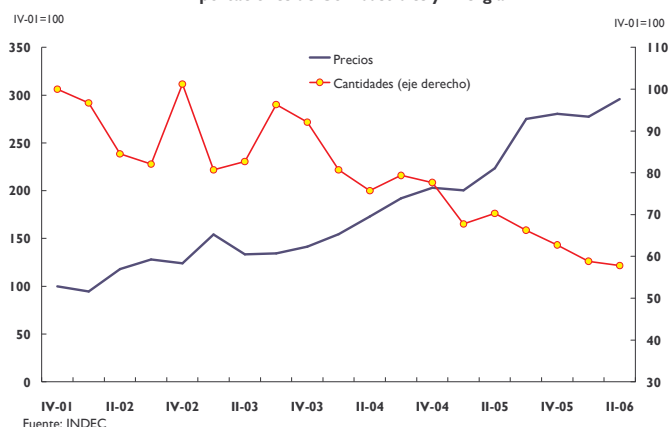
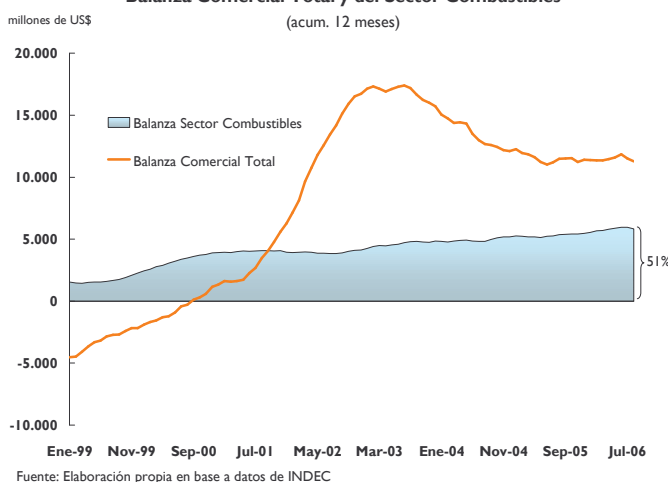


Gráfico V.8

## Balanza Comercial Total y del Sector Combustibles



Cuadro V.3

Importaciones por Uso Económico  
(millones de US\$)

Uso Económico	(millones de US\$)					
	Enero-Agosto					Contribución
	2005	2006	Var %			
Total			Precio	Cantidad		
Bienes de capital	4.227	5.231	23,8%	-1%	25%	31,2%
Bienes intermedios	6.949	7.649	10,1%	5%	4%	21,7%
Combustibles y lubricantes	1.111	1.208	8,7%	19%	-9%	3,0%
Piezas y accesorios para bienes de capital	3.166	3.723	17,6%	2%	15%	17,3%
Bienes de consumo	1.947	2.512	29,0%	6%	22%	17,5%
Vehículos automotores de pasajeros	1.031	1.342	30,2%			9,7%
Resto	90	78	-13,3%	-	-	-0,4%
TOTAL	18.521	21.743	17,4%	3%	14%	100,0%

Fuente: INDEC

exportación de carne bovina en marzo de este año<sup>17</sup>. Sin embargo, dichas limitaciones se han ido flexibilizando progresivamente, y la última modificación dispuso recientemente la ampliación del cupo de exportación para el período comprendido entre el 1° de junio y el 30 de noviembre de 2006, que fue llevado a 50% del volumen físico total despachado en igual lapso de 2005<sup>18</sup>. Además, se encuentran exceptuados de dicho cupo los cortes de carne bovina correspondientes al cuarto trasero provenientes de novillos pesados y vacas de conserva. A estas flexibilizaciones se suma la suba de los precios internacionales, que compensaría buena parte de la caída de los volúmenes despachados, con lo cual las exportaciones de carnes finalizarían 2006 en un nivel similar al registrado el año pasado.

En cuanto a los Productos primarios (PP), las ventas acumulan una ligera caída de 0,9% i.a. en los primeros ocho meses del año, producto de una baja de 7% i.a. en cantidades que no pudo ser compensada completamente con el incremento de 6% i.a. que exhibieron los precios. El desempeño de las exportaciones en 2006 se encuentra afectado por la fuerte reducción en la cosecha de cereales (principalmente trigo y maíz) durante la campaña 2005/2006 (ver Sección III), así como también por la disminución de los despachos de porotos de soja, en un contexto en el cual la mayor capacidad de procesamiento de la industria aceitera local genera una mayor demanda interna, recortando el excedente exportable de materia prima. Adicionalmente, en los últimos meses se habrían registrado algunos inconvenientes comerciales en las exportaciones de porotos de soja a China, lo que habría repercutido en el volumen despachado a ese país. Sin embargo, entre los Productos primarios que muestran una evolución favorable se destacan el concentrado de cobre, que además de contar con precios internacionales en niveles elevados, registra un considerable incremento de las cantidades embarcadas, reflejando la entrada en producción de nuevos emprendimientos y la ampliación de capacidad del yacimiento catamarqueño de Bajo La Alumbrera, fruto del gran desarrollo de la minería metalífera en nuestro país durante los últimos años.

Por su parte, las exportaciones de Combustibles y energía continúan exhibiendo una sostenida caída de los volúmenes despachados (16% i.a. en el período enero-agosto), aunque dicha reducción viene siendo compensada por los mayores precios (30% i.a.). A su vez, la baja en los embarques de petróleo crudo, cuya producción viene en declive desde el máximo alcanzado en 1998, es contrarrestada por mayores exportaciones de combustibles con diversos grados de elaboración (principalmente naftas). No obstante, el actual ritmo de crecimiento de la demanda interna hace prever que los volúmenes exportados podrían seguir disminuyendo en un futuro cercano (ver Gráfico V.7).

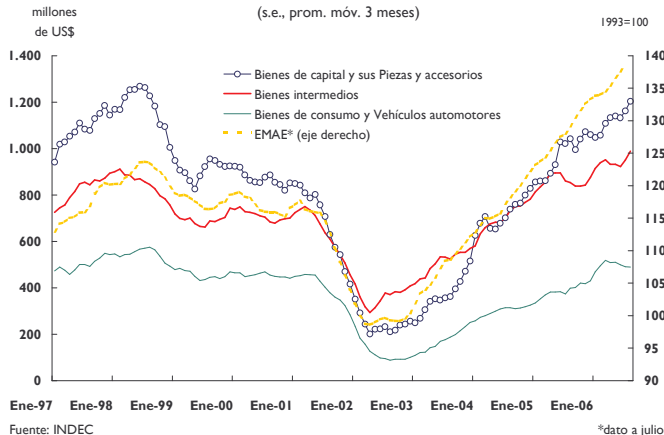
Para 2007 se espera que las exportaciones continúen creciendo, aunque a tasas decrecientes, en un entorno de precios todavía elevados pero que no aportarían positivamente en la comparación interanual. En cuanto al sector agrícola, se prevé que se incremente levemente el área cultivada, principalmente de soja y maíz. Sin embargo, el déficit hídrico que se observa en algunas regiones

<sup>17</sup> La Resolución 114/2006 del Ministerio de Economía y Producción contemplaba la suspensión por 180 días de las exportaciones de carne bovina y sus preparados con excepción de las exportaciones para consumo que se efectuaren en el marco de los convenios país-país y a las comprendidas en los cupos tarifarios de cortes enfriados y congelados vacunos sin hueso de alta calidad otorgados por la Unión Europea (Cuota Hilton).

<sup>18</sup> Resolución 760/2006 del Ministerio de Economía y Producción.



**Gráfico V.9**  
**Importaciones por Uso Económico**  
(s.e., prom. móv. 3 meses)



podría perjudicar la cosecha de cereales, con el consecuente impacto negativo en los saldos exportables. Adicionalmente, se estima que las cantidades de combustibles despachadas continuarán disminuyendo. A pesar de esto, una serie de productos no tradicionales (como, por ejemplo, oro y cobre) seguirían mostrando un importante dinamismo, tal como está ocurriendo en 2006, compensando parcialmente los factores mencionados. Al mismo tiempo, se espera que continúe la favorable evolución de las exportaciones de MOI y MOA, estas últimas lideradas por los embarques de aceites vegetales. Frente a estas proyecciones, las ventas externas registrarían el año próximo un crecimiento de alrededor de 5% i.a..

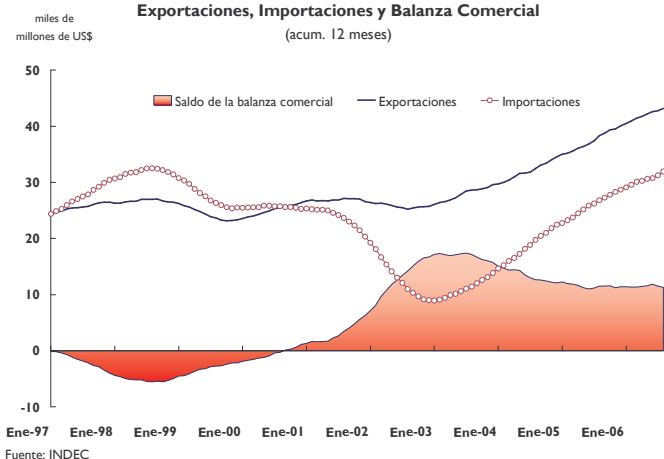
En cuanto a las importaciones, luego de mostrar una desaceleración en el segundo trimestre, continuarían aumentando a buen ritmo hasta fin de año. La elasticidad importaciones-PIB medida a precios constantes se ubicaría levemente por encima de 2, reflejando mayores importaciones de servicios y un menor aporte de los precios en las compras de bienes. Entre enero y agosto, las importaciones mostraron un incremento de 17,4% i.a., fruto de un aumento de 14% i.a. en las cantidades y una suba de 3% i.a. en los precios (ver Cuadro V.3). De esta manera, el desempeño de las compras externas se ajusta a las proyecciones, que contemplan importaciones por alrededor de US\$34.000 millones para todo 2006. Como resultado de lo anterior, el año finalizaría con un superávit comercial de alrededor de US\$10.500 millones (5% del PIB).

Cabe destacar que se observa un crecimiento generalizado y más homogéneo de los diferentes rubros de importación (ver Gráfico V.9). Los usos económicos de mayor incremento en los primeros ocho meses del año son los Vehículos automotores de pasajeros (30,2% i.a.) y los Bienes de consumo (29% i.a.), impulsados por el aumento del Consumo privado. También sobresalen las compras de Bienes de capital (23,8% i.a.), alentadas por la fuerte suba de las cantidades, dado que los precios caen levemente. En lo que va del año, los celulares siguen manteniendo una participación ligeramente superior a 15% en las importaciones de Bienes de Capital, nivel similar al registrado en 2004 y 2005.

Por otro lado, las Piezas y accesorios para bienes de capital subieron 17,6% i.a. entre enero y agosto, en gran parte debido a las mayores compras de autopartes para sostener la expansión de la industria automotriz. Los Bienes intermedios, principal rubro de importación, registran en lo que va del año un aumento de 10,1% i.a., por lo que continúan reduciendo su participación en las importaciones totales. Finalmente, las mayores compras de Combustibles y lubricantes (8,7% i.a.) reflejan el impacto de los elevados precios del petróleo crudo. En efecto, las cantidades importadas muestran una caída de 9% i.a., contrarrestada por un aumento de 19% i.a. en los precios de importación.

Para el año próximo se estima que las importaciones exhibirán una aceleración en el primer semestre, asociada con una expansión del consumo. Este nivel implica una elasticidad con relación al Producto levemente superior a 2, registrando un ligero aumento con relación a 2006.

**Gráfico V.10**  
**Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial**  
(acum. 12 meses)



**Cuadro V.4**

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

	2004	II-05	III-05	IV-05	2005	I-06	II-06
<b>Cuenta capital y financiera</b>	<b>1.742</b>	<b>813</b>	<b>475</b>	<b>1.552</b>	<b>3.024</b>	<b>-8.238</b>	<b>1.115</b>
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	1,1	1,7	1,0	3,2	1,7	-17,8	2,0
<b>Cuenta capital</b>	<b>43</b>	<b>3</b>	<b>37</b>	<b>4</b>	<b>91</b>	<b>11</b>	<b>41</b>
<b>Cuenta financiera</b>	<b>1.699</b>	<b>810</b>	<b>438</b>	<b>1.549</b>	<b>2.933</b>	<b>-8.249</b>	<b>1.074</b>
Sector Bancario	-3.097	-1.078	-1.188	-251	-4.332	-9.704	-583
Sector Público no Financiero	4.952	-18	1.009	1.124	3.413	928	1.214
Gobierno Nacional	5.078	1	998	1.087	3.386	969	1.238
Sector Privado No Financiero	-156	1.906	617	676	3.852	527	443
Errores y Omisiones Netos	131	247	-59	-608	44	374	216
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>5.319</b>	<b>2.933</b>	<b>2.560</b>	<b>2.512</b>	<b>8.857</b>	<b>-6.633</b>	<b>3.843</b>

Fuente: INDEC

Gráfico V.11

### Inversión Extranjera Directa (IED)

(prom. móv. 4 trim.)

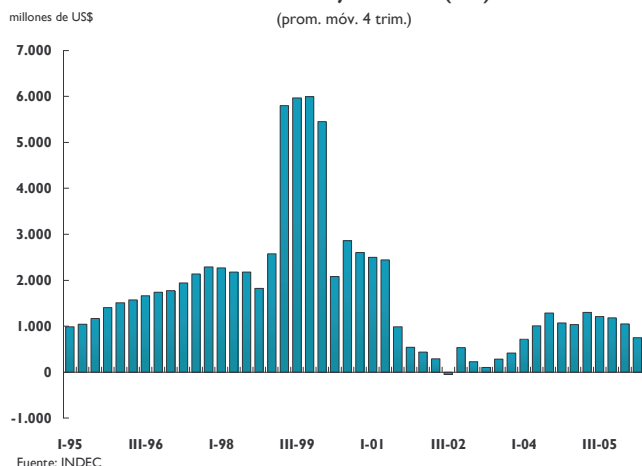


Gráfico V.12

### Deuda Externa Pública y Privada

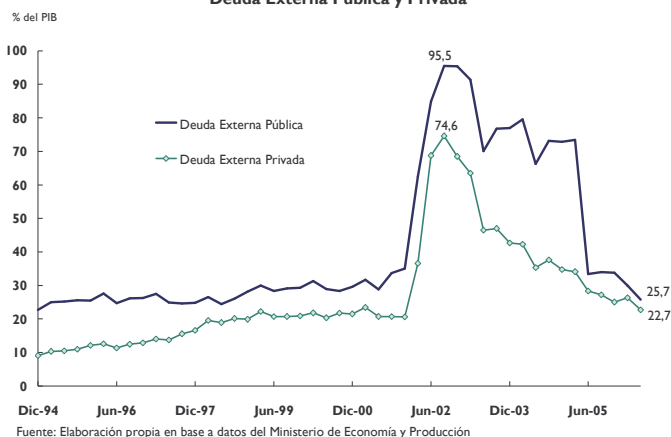
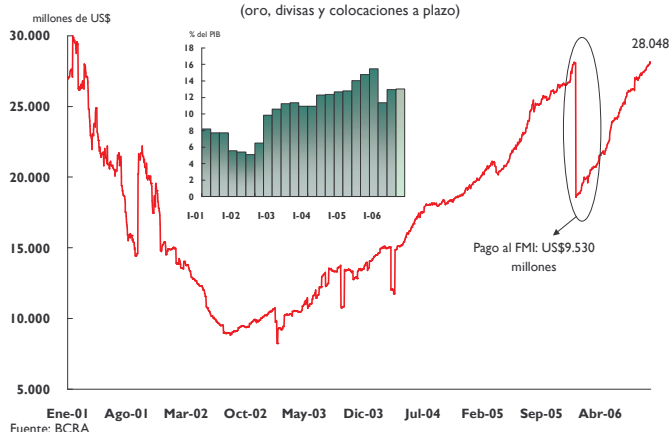


Gráfico V.13

### Reservas Internacionales del BCRA

(oro, divisas y colocaciones a plazo)



## V.3 Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Capital y Financiera continuaría mostrando un ingreso neto de divisas en lo que resta de 2006, impulsada en gran medida por el superávit en la cuenta del Sector público, que refleja las colocaciones de deuda del Gobierno Nacional a no residentes realizadas a lo largo del año (suscripciones de BODEN 2012 a Venezuela y adjudicación de BONAR V y BONAR VII; ver Sección VI). En el caso del Sector privado, también se mantendrían los ingresos netos, derivados de las entradas por Inversión Extranjera Directa (IED), que descontando la compra de Loma Negra por parte de la brasileña Camargo Correa en 2005 se muestran estables, y de una recuperación del nivel de endeudamiento externo (ver Cuadro V.4). No obstante, la Cuenta Capital y Financiera finalizaría el año con una salida neta a causa del pago de US\$9.530 millones efectuado a principios de enero para cancelar la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

En 2007 la Cuenta Capital y Financiera exhibiría un resultado positivo. En un marco donde se espera un aumento de los flujos de capital a países de la región, la IED se mantendría en ascenso, aunque todavía en niveles reducidos (ver Gráfico V.11). Asimismo, el Sector público podría registrar un nuevo ingreso neto en su cuenta financiera, en base a colocaciones de deuda a no residentes superiores a las amortizaciones del período.

Por otro lado, la deuda externa alcanzó en junio US\$106.812 millones, registrando un incremento de US\$2.334 millones con respecto al trimestre anterior, que se explica por un aumento del endeudamiento del sector público y del sector privado no financiero. La deuda externa del sector privado, que venía disminuyendo casi interrumpidamente desde fines de 2002, a la par de la finalización de los procesos de reestructuración de deudas, volvió a crecer por segundo trimestre consecutivo, lo que estaría indicando que las firmas locales vuelven a contar con fuentes de financiamiento genuino en el exterior, especialmente crédito comercial. De todas formas, los ratios de solvencia externa, como por ejemplo deuda externa/PIB, continúan mejorando, conformando uno de los motivos que explican la reciente suba de la calificación de riesgo de la deuda argentina (ver Gráfico V.12).

## V.4 Reservas Internacionales

El BCRA continúa con su política de acumulación de Reservas Internacionales con motivos precautorios. Esta estrategia, que se repite en buena parte de los países en desarrollo, apunta a reducir la vulnerabilidad externa derivada, entre otros factores, de la alta volatilidad asociada a una mayor integración financiera internacional y de la posibilidad de ajustes bruscos en la economía mundial para corregir los actuales desbalances globales.

En este sentido, durante el tercer trimestre del año las Reservas Internacionales se incrementaron US\$2.558 millones, llegando a fin de septiembre con un stock de US\$28.048 millones, similar al que se contaba previo a la cancelación de las obligaciones con el FMI (ver Gráfico V.13). Con esta evolución, el ritmo de acumulación de Reservas se mantuvo en niveles similares a los del mismo período del año pasado (ver Sección VII).

## Apartado 2. Exportaciones no tradicionales: el rol del complejo minero

El sector minero atraviesa una etapa de fuerte crecimiento, liderada por la extracción de minerales metalíferos. De acuerdo a datos difundidos por la Secretaría de Minería, durante 2005 se invirtieron más de US\$850 millones en la actividad minera del país, US\$220 millones más que en 2004, consolidando el sostenido avance observado desde 2003, período durante el cual se cuadruplicaron las inversiones en exploración y desarrollo de proyectos. Asimismo, se registró un incremento de 31% en las exportaciones de minerales y productos derivados, ubicándose por encima de US\$1.600 millones, en tanto la producción minera superó los US\$1.700 millones. Esta evolución posiciona a la minería como uno de los sectores exportadores más dinámicos.

**Gráfico N° 1: Valor de la producción minera**  
(no incluye extracción de hidrocarburos)



Fuente: Secretaría de Minería

**Cuadro N° 1: Principales emprendimientos mineros**

Proyecto / Prospecto	Provincia	Propiedad	Mineral
Bajo La Alumbra	Catamarca	Xstrata (Suiza), Goldcorp (Canadá), Northern Orion (Canadá), YMAD (Argentina)	Oro y cobre
Salar del Hombre Muerto	Catamarca	FMC Lithium Corp. (EEUU)	Litio
Mina Aguilar	Jujuy	Glencore (Suiza)	Plata, cadmio, zinc y plomo
Cerro Vanguardia	Santa Cruz	AngloGold Ashanti (Sudáfrica), Fomicruz (Argentina)	Oro y plata
Veladero	San Juan	Barrick Gold (Canadá)	Oro y plata
Agua Rica	Catamarca	Northern Orion (Canadá)	Oro, cobre y molibdeno
Farallón Negro	Catamarca	YMAD (Argentina)	Oro, plata y manganeso
Pirquitas	Jujuy	Silver Standard (Canadá)	Plata
Pascua Lama	San Juan	Barrick Gold (Canadá)	Oro y plata
Manantial Espejo	Santa Cruz	Pan American Silver (Canadá)	Oro y plata
Pachón	San Juan	Xstrata (Suiza)	Cobre y molibdeno
Potasio Río Colorado	Mendoza	Río Tinto (Reino Unido-Australia)	Potasio
San José / Huevos Verdes	Santa Cruz	MHC (Perú), Minera Andes (Canadá)	Oro y plata
Gualcamayo	San Juan	Yamana Gold (Canadá)	Oro
Cerro Negro	Santa Cruz	Andean Resources (Canadá)	Oro

Fuente: Secretaría de Minería

Pese al fuerte crecimiento que exhibe en los últimos años, la actividad minera local se encuentra todavía en una etapa de desarrollo. En efecto, su participación en la economía, excluidos los hidrocarburos, apenas representa 1,8% del PIB y los principales yacimientos donde se ha detectado riqueza se encuentran aún sin explotar.

En los últimos 15 años, la minería argentina experimentó un crecimiento sostenido. Sin embargo, dentro de este proceso pueden diferenciarse varias etapas. Hasta 1996, el valor de la producción minera presentó tasas de expansión relativamente bajas y más o menos constantes. En dicho período, la tasa promedio anual acumulativa de crecimiento del sector se ubicó en torno a 4,4%. Este ritmo dio lugar a que los niveles de producción de 1996 se ubicasen 35% por sobre los registrados en 1990. Las ramas de actividad que impulsaron el desarrollo en este período fueron la de Minerales no metalíferos (arcillas, sal, yesos, boratos) y la de Rocas de aplicación (arena, caliza, canto rodado), a la par del gran desarrollo de la construcción.

A partir de 1997 se produjo un cambio radical en la composición del Producto minero como consecuencia del ingreso de la minería metalífera como agente dinamizador del sector. Debido a ello, los niveles de producción experimentaron un fuerte aumento, con el rubro Minerales metalíferos convirtiéndose en líder de este crecimiento. Luego de un período de desaceleración del crecimiento entre 1999 y 2003, a partir de 2004 el sector retomó su expansión a través de una nueva oleada de inversiones. En ese año, la producción de Minerales metalíferos aportó 57% del valor de producción del sector minero (excluyendo la extracción de hidrocarburos). La destacada participación de esta rama toma mayor relevancia si se considera que en 1996 representaba apenas 7,3% de la producción minera nacional.

Entre las razones que promovieron la importante expansión de la minería metalífera se encuentra la sanción de la Ley de Inversiones Mineras (Ley N° 24.196) en mayo de 1993. El nuevo marco legal permitió un notable crecimiento de la actividad a través de la radicación de grandes empresas transnacionales, que desarrollaron emprendimientos enfocados principalmente a la exportación. El cambio fue de tal magnitud que en 1989 había en la Argentina sólo 4 empresas extranjeras instaladas, y actualmente existen 75 trabajando y otras 46 que planean incorporarse al negocio. Los jugadores con mayor presencia son suizos, canadienses, sudafricanos y australianos, entre otros (ver Cuadro N° 1).

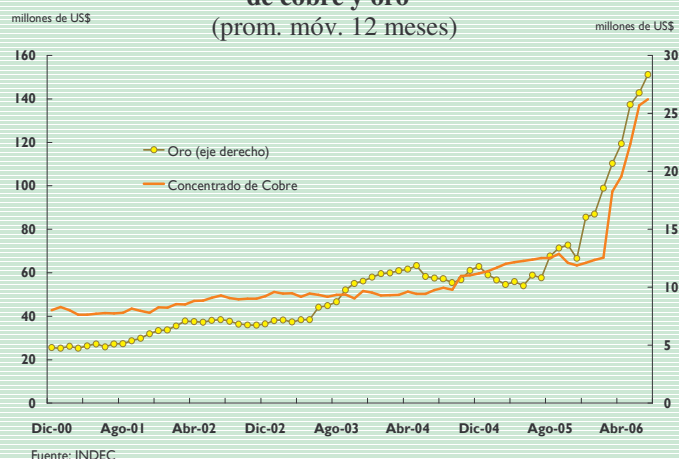
La Ley de Inversiones Mineras y las normas que la complementaron otorgaron sustanciales beneficios e incentivos al sector, entre los que se cuentan: estabilidad fiscal por 30 años, importación libre de derechos de maquinarias, equipos, partes, repuestos e insumos necesarios para la actividad minera, tope para las regalías (máximo 3% sobre el valor bocamina) y libertad para disponer de las utilidades.

La sostenida expansión de la minería metalífera en el país coincidió con una fase de gran desarrollo de la exploración minera en diversas partes del mundo, como respuesta a la suba generalizada de los precios de los metales y al fuerte

crecimiento de la demanda global de materias primas. Las elevadas cotizaciones, que durante el año alcanzaron niveles máximos históricos, impulsan la búsqueda de yacimientos en ubicaciones relativamente inexploradas y poco explotadas. El atractivo de nuestro país como destino de inversiones exploratorias se ve potenciado por las características geológicas del cordón andino, que resultó ser una importante fuente de recursos metalíferos en otros países con una extensa tradición minera (Bolivia, Perú y Chile). Por otra parte, el rápido crecimiento de algunas economías emergentes en proceso de industrialización (particularmente China) se convirtió en un factor fundamental para explicar el aumento de la demanda de materias primas metálicas. En el caso del cobre, durante el período 2002-2005 la contribución de China en el crecimiento mundial del consumo fue de aproximadamente 50%.

El aumento de la extracción de metales tuvo un impacto muy importante sobre las exportaciones nacionales. Se estima que durante 2006 las exportaciones del complejo ascenderían a casi US\$2.000 millones, lideradas por los embarques de concentrado de cobre, que actualmente es el producto de mayor crecimiento dentro de las exportaciones. Durante los primeros siete meses de 2006 las ventas de cobre al resto del mundo prácticamente se triplicaron, superando así el volumen de ventas de productos tradicionales tales como las carnes y las materias plásticas, entre otros. Así, los envíos de cobre registrados en dicho lapso superaron el total comercializado durante todo 2005 y contribuyeron con casi una quinta parte al crecimiento de las exportaciones totales, compensando la fuerte reducción de las exportaciones de cereales en el año (ver Gráfico N° 2). El marcado crecimiento de las exportaciones de concentrado de cobre se dio como consecuencia del aumento de las cantidades exportadas, efecto que fue reforzado por la favorable evolución de la cotización internacional, que durante el corriente año alcanzó máximos históricos.

**Gráfico N° 2: Exportaciones de concentrado de cobre y oro**  
(prom. móv. 12 meses)



**Gráfico N° 3: Participación de cobre y oro en las exportaciones totales**  
(acum. 12 meses)



De todos modos, si bien las exportaciones de concentrado de cobre son todavía por su monto relativamente reducidas respecto al total (representan aproximadamente 3,1% de las ventas externas y 15% de los envíos de Productos primarios), existen posibilidades de expandir la producción y las exportaciones de la mano de las numerosas inversiones, especialmente en exploración, que se están llevando a cabo en la actualidad.

Igualmente, el aporte de la actividad minera a las exportaciones argentinas no se agota en el crecimiento del cobre. Recientemente, aunque partiendo de niveles todavía inferiores, se comenzó a observar un importante aumento de las ventas de oro. En efecto, a partir de la entrada en funcionamiento de la mina Veladero, ubicada en la provincia de San Juan y dedicada a la extracción de oro y plata, se advirtió un despegue de las exportaciones de oro, que en los primeros siete meses de 2006 se triplicaron en comparación con igual período de 2005 (ver Gráfico N° 2).

La progresiva maduración de distintos proyectos de inversión actualmente en marcha (Agua Rica, en Catamarca; San José y Manantial Espejo, en Santa Cruz; Pascua Lama y Pachón, en San Juan; Río Colorado, en Mendoza; Piriquitas, en Jujuy; entre otros) reforzaría la tendencia observada hasta la actualidad, convirtiendo a la minería en una de las actividades de mayor aporte dentro de las exportaciones. Asimismo, la creación de empleo, tanto en términos directos como indirectos, y el nivel y la duración de las inversiones en exploración y explotación, son otros efectos benéficos del crecimiento del sector, en donde las perspectivas continúan siendo favorables. Para 2006 ya se han comprometido inversiones por más de US\$320 millones, destinados a la exploración y construcción de nuevos yacimientos, en un marco jurídico e institucional que busca también garantizar la protección del medio ambiente.

## VI. FINANZAS PÚBLICAS

### VI.1 Síntesis

En lo que va de 2006 las cuentas públicas nacionales evolucionaron favorablemente impulsadas por el incremento de los recursos tributarios, dando lugar a que el gasto primario mantenga una tendencia creciente. En los primeros ocho meses del año el Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) registró un superávit primario de \$16.884 millones (4,1% del PIB en términos anualizados), exhibiendo una suba de \$1.615 millones (11%) interanual (i.a.). En tanto, dada la caída en el pago de intereses, el resultado financiero se elevó \$1.891 millones (24%) i.a. hasta \$9.761 millones.

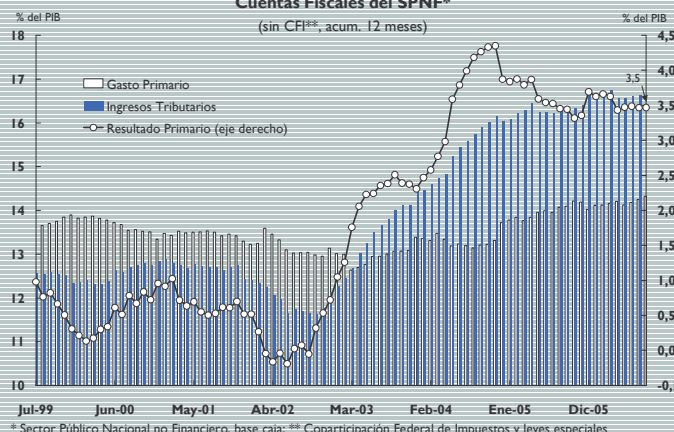
La recaudación tributaria nacional mostró una aceleración en el tercer trimestre del año elevándose 28% i.a., luego de haber aumentado 22% i.a. en el primer semestre, impulsada por el desempeño de los impuestos tradicionales, que aportaron casi 75% del incremento de los ingresos en el trimestre. Por su parte, el gasto primario también mostró una tendencia ascendente en el bimestre julio-agosto, creciendo 28% i.a., influido por las transferencias a provincias y el gasto en jubilaciones y pensiones.

En lo que resta del año los ingresos tributarios mantendrían la tendencia creciente y para todo 2006 la recaudación tributaria se ubicaría en torno a 22,5% del PIB, resultado similar al obtenido en 2005 (22,4% del PIB). Así, el SPNF alcanzaría la pauta de superávit primario de 3,3% del PIB incluida en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2007 (PPN-07) y podría superar la meta nominal (\$20.496 millones).

El Sector Público continuó sin ser un factor de expansión de la Base Monetaria (BM), en un marco en que el superávit primario fue suficiente para cubrir los pagos de intereses y parte de las amortizaciones de la deuda pública. En el tercer trimestre el Gobierno realizó emisiones en dólares por valor efectivo (VE) US\$1.350 millones y el BCRA otorgó financiamiento neto a la Tesorería General de la Nación (TGN) por \$1.210 millones en concepto de Adelantos Transitorios (AT). Así, el financiamiento de la TGN para lo que resta de 2006 estaría cubierto. En este marco, desde la perspectiva fiscal, los elementos a tener en cuenta están mayormente relacionados con la evolución de las finanzas públicas provinciales y la composición del financiamiento de la TGN en 2007.

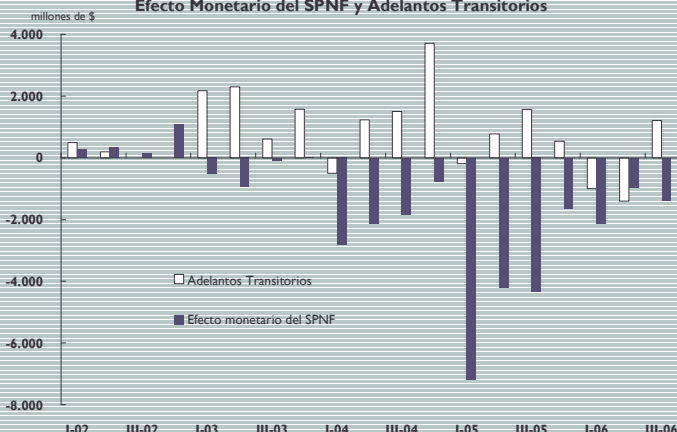
El PPN-07 prevé que el superávit primario del SPNF en 2007 se reduzca 0,1% del Producto hasta 3,1% del PIB (\$21.821 millones), dado que el incremento del gasto primario (0,9% del PIB) sería mayor que el de los recursos totales. El superávit primario alcanzaría para afrontar el pago de los intereses (\$14.687 millones) y parte de las amortizaciones de la deuda pública, mientras que el resto de los pagos se cubriría con otras fuentes de financiamiento, entre las que se encuentran emisiones en moneda extranjera.

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



\* Sector Público Nacional no Financiero, base caja; \*\* Coparticipación Federal de Impuestos y leyes especiales  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

**Gráfico VI.2**  
Efecto Monetario del SPNF y Adelantos Transitorios



Fuente: BCRA



## VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

### Ingresos

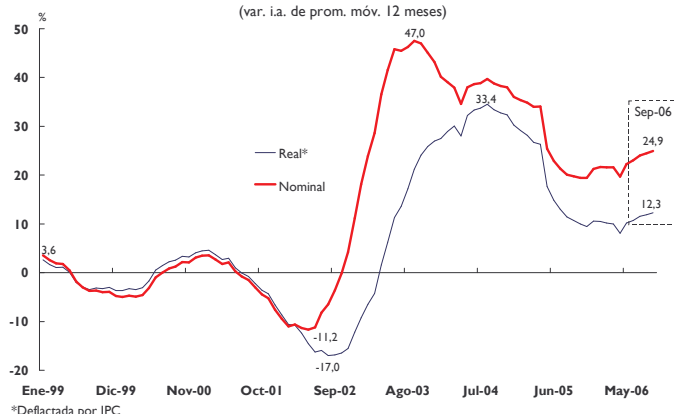
La recaudación tributaria nacional sigue mostrando una marcada tendencia creciente, en un contexto de importante expansión del PIB nominal. En los primeros nueve meses del año los recursos tributarios aumentaron 24% interanual (i.a.) en términos nominales, impulsados principalmente por los impuestos tradicionales como el Impuesto al Valor Agregado (IVA), las contribuciones a la Seguridad Social y el Impuesto a las Ganancias. Entre el resto de los tributos, se destacó el desempeño de los Derechos de Importación y del Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias (ICDCB), en tanto que los Derechos de Exportación mostraron un alza inferior al de la recaudación total. En particular, en el tercer trimestre del año los ingresos tributarios se aceleraron notoriamente y se incrementaron 28% i.a. en términos nominales, luego de haberse elevado 22% i.a. en el primer semestre del año (ver Gráfico VI.3).

Los ingresos del IVA continuaron creciendo fuertemente en el tercer trimestre y generaron la mayor contribución al alza de la recaudación total, explicando casi 30% de la suba interanual. En el período julio-septiembre los recursos del IVA se elevaron 25% i.a., influidos principalmente por el desempeño del IVA DGI. No obstante, los recursos del IVA DGA mostraron una suba superior a la de los ingresos de la DGI (29% i.a.), dado el crecimiento de las importaciones, y continuaron ganando participación en la composición total del tributo. De esta forma, la recaudación del IVA representó en los últimos doce meses 7% del PIB, mostrando una suba con respecto a la cifra exhibida en 2004 y 2005 (ver Gráfico VI.4).

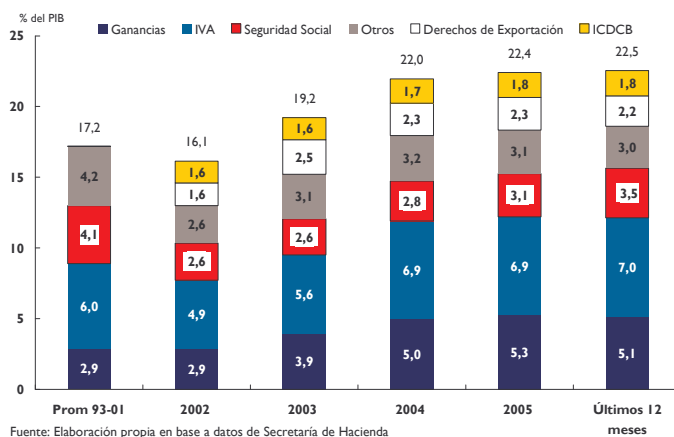
Los recursos del Impuesto a las Ganancias se aceleraron en el tercer trimestre del año y aumentaron 27% i.a., luego de haber subido 15% i.a. en el primer semestre. En realidad, el desempeño durante este período había sido negativamente influido por el tenue crecimiento del segundo trimestre (9% i.a.), afectado por la elevación de la base de comparación en 2005 tras la postergación de vencimientos de diciembre de 2004 y por la decisión del Gobierno Nacional de elevar el mínimo no imponible para las personas físicas, que provocó una caída de los ingresos en abril de este año. En el tercer trimestre, el crecimiento de los recursos del tributo respondió, en parte, a la expansión del nivel de actividad económica y al incremento de las remuneraciones imposables, que generan mayores ingresos por retenciones a las personas físicas. También continuó incidiendo el alza en los anticipos abonados por las sociedades, dada la suba del impuesto determinado para el período fiscal 2005.

La evolución de los ingresos de la Seguridad Social siguió destacándose entre el resto de los tributos, mostrando en el tercer trimestre un aumento de 45% i.a. y generando la segunda contribución (24%) en el incremento de la recaudación total en el período. El alza de los recursos continuó siendo influida por la eliminación del tope de la remuneración sujeta a contribuciones patronales, en vigencia desde octubre del año pasado<sup>19</sup>.

**Gráfico VI.3**  
Recaudación Tributaria Nacional  
(var. i.a. de prom. móv. 12 meses)



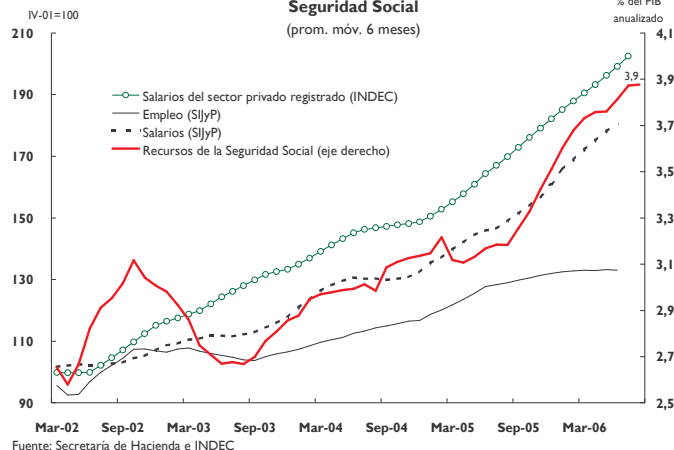
**Gráfico VI.4**  
Composición de la Recaudación Tributaria Nacional



<sup>19</sup> El Decreto N° 491/2004 y la Resolución de la AFIP N° 1.750/2004 elevaron paulatinamente el límite máximo de la remuneración sujeta a contribuciones a cargo de los empleadores hasta \$10.000 mensuales, para finalmente establecer su eliminación a partir del 1° de octubre de 2005.



**Gráfico VI.5**  
**Seguridad Social**  
(prom. mov. 6 meses)

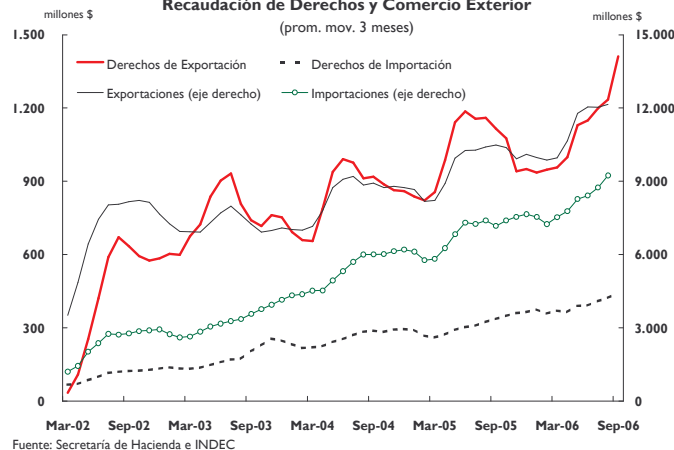


Adicionalmente, el aumento del empleo formal y de los salarios imponibles luego de las negociaciones colectivas, continúan impactando positivamente en la recaudación del tributo, en línea con el efecto sobre el Impuesto a las Ganancias (ver Gráfico VI.5). En los próximos meses el crecimiento de los ingresos de la Seguridad Social podría evidenciar cierta desaceleración, teniendo en cuenta que en la comparación interanual ya no incidirá la eliminación del tope de remuneraciones sujeta a contribuciones patronales.

Los recursos ligados al comercio exterior mostraron en el tercer trimestre del año un comportamiento similar, ya que tanto los Derechos de Exportación como los de Importación crecieron a tasas elevadas (ver Gráfico VI.6). El incremento de los Derechos de Exportación en el trimestre (27% i.a.) respondió al desempeño de septiembre (67% i.a.), cuando se acreditaron cancelaciones mediante bonos correspondientes a períodos anteriores, ya que en julio-agosto los ingresos se incrementaron 10% i.a.. A pesar de que en los primeros ocho meses del año las exportaciones medidas en pesos se elevaron 18% i.a., el tenue crecimiento de los ingresos por Derechos de Exportación respondió, en parte, a que los productos más gravados (petróleo, oleaginosas y cereales) crecieron a un ritmo inferior al de las mercancías que pagan menores alícuotas. En tanto, los Derechos de Importación crecieron 32% i.a. en el trimestre, mostrando cierta desaceleración en relación con el primer semestre del año, en un contexto de todavía elevado incremento de las importaciones (en los primeros ocho meses del año acumularon una suba de 24% i.a. valuadas en pesos).

Por su parte, los ingresos del ICDCB crecieron 21% i.a. en el tercer trimestre, dado el incremento del monto total de las transacciones bancarias gravadas en un marco de mayor formalización. No obstante, la recaudación diaria promedio del período se ubicó en \$45,8 millones, luego del máximo de \$47,9 millones registrado el trimestre anterior y así los ingresos exhibieron una desaceleración con respecto al incremento del primer semestre (25% i.a.).

**Gráfico VI.6**  
**Recaudación de Derechos y Comercio Exterior**  
(prom. mov. 3 meses)



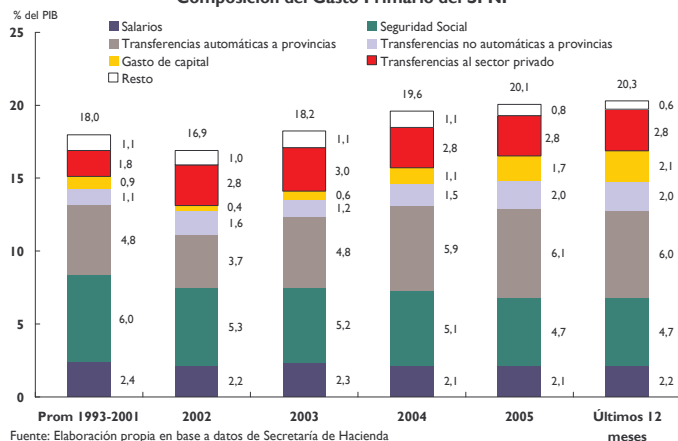
En lo que resta del año los ingresos tributarios seguirían mostrando una importante tendencia creciente, a pesar de la desaceleración que podría verificarse en la recaudación de algunos impuestos. Así, teniendo en cuenta el favorable desempeño de los recursos tributarios en los primeros nueve meses del año y particularmente la aceleración del tercer trimestre, se prevé que la recaudación tributaria nacional se ubique en 2006 en torno a 22,5% del PIB, manteniéndose relativamente estable con respecto a 2005 (22,4% del PIB).

## Gasto y Resultados

El gasto primario mantiene la tendencia ascendente influido por las erogaciones discrecionales<sup>20</sup> y el pago de intereses, que mostró una leve caída con respecto a lo observado el año pasado, principalmente porque en mayo de 2005 se habían abonado los intereses devengados desde diciembre de 2003 de los bonos emitidos en el marco del proceso de reestructuración de la deuda pública. Así, en los primeros ocho meses del año el superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) totalizó \$16.884 millones (4,1% del PIB en términos anualizados),

<sup>20</sup> Definido como gasto primario total, excluyendo transferencias automáticas a provincias (Coparticipación Federal de Impuestos y Leyes Especiales), salarios y jubilaciones.

**Gráfico VI.7**  
**Composición del Gasto Primario del SPNF**

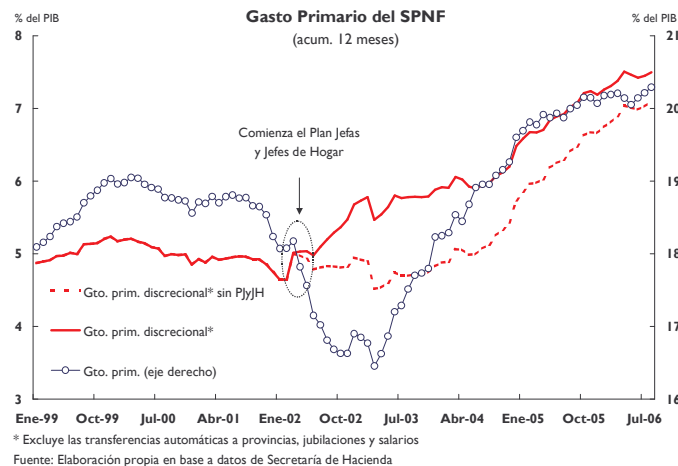


umentando 11% i.a. (\$1.615 millones), mientras que el resultado financiero alcanzó \$9.761 millones (2,4% del PIB en términos anualizados), incrementándose 24% i.a. (\$1.891 millones). En el bimestre julio-agosto, el gasto primario mostró cierta aceleración en relación con el primer semestre, ya que además del mayor incremento de las erogaciones discrecionales, comenzaron a impactar los nuevos aumentos de salarios y de jubilaciones y pensiones otorgados por el Gobierno Nacional (ver Gráfico VI.7 y VI.8).

Entre las transferencias a provincias, a pesar de que las no automáticas siguieron exhibiendo las mayores alzas, las transferencias automáticas continuaron generando la mayor contribución al crecimiento. En particular, la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI) se elevó 24% i.a., acompañando el fuerte incremento de la recaudación tributaria y la recuperación en los ingresos del Impuesto a las Ganancias, que se habían desacelerado en el segundo trimestre. Por su parte, entre las transferencias no automáticas el impulso estuvo dado fundamentalmente por las de capital, que crecieron 106% i.a. luego de haber aumentado 54% i.a. en el primer semestre del año.

Las transferencias al sector privado se desaceleraron en el bimestre julio-agosto, luego del fuerte incremento que habían exhibido en los primeros seis meses del año. Entre los rubros que siguieron impulsando la suba de las transferencias en el bimestre (24% i.a.) se encuentran las asignaciones familiares, por el aumento en los topes máximos y rangos de remuneraciones y haberes previsionales, la asistencia financiera a empresas ferroviarias y los subsidios para transporte automotor público de pasajeros. En tanto, dada la reducción en la cantidad de beneficiarios (más de 200.000 en el último año), continuó disminuyendo la erogación destinada al Plan Jefas y Jefes de Hogar (PJyJH).

**Gráfico VI.8**  
**Gasto Primario del SPNF**  
(acum. 12 meses)



Por su parte, el gasto en salarios y jubilaciones se aceleró a partir de julio como resultado de las negociaciones colectivas y de los aumentos para jubilados y pensionados otorgados por el Gobierno Nacional, en el marco de la política de recomposición de haberes. Las erogaciones en salarios crecieron 29% i.a. en el bimestre julio-agosto, influidas por los aumentos otorgados a los empleados de la Administración Pública Nacional<sup>21</sup>, entre otros (ver Sección IV). En tanto, el gasto en jubilaciones y pensiones se elevó 28% i.a. en julio-agosto, impulsado por el aumento de la jubilación mínima de septiembre de 2005 (de \$350 a \$390 mensuales) y por los incrementos otorgados a todas las escalas en junio de este año<sup>22</sup>. De esta forma, la erogación en jubilaciones y pensiones se recuperaría en términos del Producto este año y alcanzaría 4,9% del PIB, luego de caer sistemáticamente en los últimos años tras el máximo de 6,2% del PIB registrado en 2001.

Según se incluyó en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2007 (PPN-07), a partir de enero de 2007 todas las escalas de jubilaciones y pensiones se elevarán 13% y la jubilación mínima pasará a \$530 mensuales. De acuerdo con el PPN-07, los aumentos constituyen la movilidad mínima garantizada por el Régimen Público del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, en función de la sentencia de la Corte Suprema de Justicia de la Nación en el caso Alfonso Badaro c/ANSES s/Reajustes Varios.

<sup>21</sup> Se estableció un aumento escalonado de 10% a partir de junio y 9% adicional a partir de agosto. Ver Decreto N° 679/2006.

<sup>22</sup> Se elevó la jubilación mínima de \$390 a \$470 mensuales y se otorgó un aumento de 11% para el resto de las escalas de haberes. Ver Decreto N° 764/2006.

Las subas de haberes beneficiarán a todo el universo de los pasivos, aproximadamente 4,2 millones de personas, incluyendo los jubilados y pensionados nacionales (reparto y componente público del sistema de capitalización), los beneficiarios de la jubilación anticipada<sup>23</sup> y de la moratoria previsional<sup>24</sup>, los ex combatientes de la Guerra de las Malvinas y las pensiones no contributivas. Así, el aumento de 13% es el décimo desde 2002 para quienes perciben la jubilación mínima (253% acumulado, desde \$150), el tercero para los que cobran hasta \$1.000 mensuales (38% acumulado) y el segundo para los que reciben una suma mayor a \$1.000 mensuales (25% acumulado), que en junio obtuvieron el primer incremento luego de tener congelados sus haberes desde 1992. Según se establece en el PPN-07, en total la medida de aumento de 13% para todas las escalas tendría en 2007 un costo fiscal anual de \$4.100 millones (aproximadamente 0,5% del PIB de 2007<sup>25</sup>). Adicionalmente, el artículo 47° del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2007 autoriza al Poder Ejecutivo Nacional a otorgar durante el año próximo aumentos adicionales a las jubilaciones y pensiones en la medida que la evolución de las finanzas públicas lo permita.

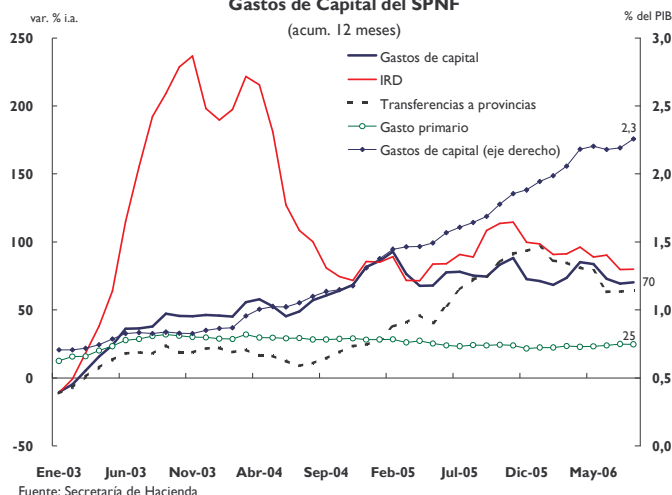
Por su parte, los gastos de capital se desaceleraron levemente en los últimos meses, luego del marcado crecimiento del primer semestre del año (ver Gráfico VI.9).

Teniendo en cuenta la evolución de las finanzas públicas nacionales en lo que va del año y el crecimiento esperado de los recursos tributarios en los próximos meses, se prevé que el superávit primario del SPNF alcance la pauta de 3,3% del PIB incluida en el PPN-07, cifra elevada en términos históricos. Al respecto, en el PPN-07 se mantuvo la pauta de superávit primario del Presupuesto Nacional 2006 (PN-06), aunque en términos nominales la estimación se elevó a \$20.496 millones. Asimismo, el resultado financiero en 2006 también alcanzaría la previsión del PPN-07 (1,2% del PIB), que se redujo 0,2% del Producto en relación con la pauta del PN-06. Por otro lado, en línea con las consideraciones del PPN-07, el resultado primario y financiero de las provincias se reduciría en 2006 con respecto a los resultados de 2005, cuando alcanzaron 0,7% del PIB y 0,3% del PIB, respectivamente.

En 2006 el Sector Público no fue factor de expansión de la Base Monetaria (BM) y el superávit primario alcanzó para cubrir los pagos de intereses y parte de las amortizaciones de la deuda pública. El resto de los pagos se atendió con emisiones en moneda extranjera y con el uso de los depósitos del Sector Público. No obstante, la Tesorería General de la Nación (TGN), que en el primer semestre había cancelado Adelantos Transitorios (AT) por \$2.400 millones en términos netos, solicitó durante el tercer trimestre del año AT en términos netos por \$1.210 millones, principalmente para afrontar el pago de obligaciones en divisas y por ende no generó una expansión de la BM (ver Sección VII).

En el marco del Programa de Emisión de Deuda 2006, durante el tercer trimestre el Gobierno Nacional emitió bonos en dólares por valor efectivo (VE) US\$1.350 millones. A mediados de julio la República Bolivariana de Venezuela suscribió Boden 2012 por VE US\$400 millones y el resto correspondió a dos emisiones de

**Gráfico VI.9**  
**Gastos de Capital del SPNF**  
(acum. 12 meses)



Fuente: Secretaría de Hacienda

**Cuadro VI.1**  
**Emisiones de Bonos en 2005 y 2006**

Bono	Fecha de Licitación o Colocación	Monto de Emisión <sup>1</sup>	Precio de Corte <sup>2</sup>	Rendimiento <sup>2</sup>	Spread vs. Bono del Tesoro de EE.UU. <sup>3</sup>
<b>En pesos</b>					
Boden 2014*	04-May-05	1.000	78,7	6,4	-
Boden 2014*	07-Jul-05	1.000	85,5	5,4	-
Boden 2014*	11-Jul-05	1.000	87,3	5,1	-
<b>Total 2005</b>		<b>3.000</b>			
<b>En dólares</b>					
Boden 2012**	06-May-05	117	85,6	9,5	565
Boden 2012**	13-Jun-05	221	90,5	7,8	400
Boden 2012	18-Jul-05	442	91,3	7,8	389
Boden 2012**	26-Jul-05	219	91,2	8,0	399
Boden 2012	03-Ago-05	350	78,2	7,8	389
Boden 2012**	26-Sep-05	189	79,5	7,7	359
Boden 2012**	26-Sep-05	50	79,5	7,7	359
Boden 2015	26-Oct-05	632	89,1	8,8	417
Boden 2012**	13-Dic-05	496	78,7	8,8	440
Boden 2012**	16-Dic-05	270	77,7	9,2	487
<b>Total 2005</b>		<b>2.986</b>			
Boden 2012**	19-Ene-06	312	80,0	8,5	418
Boden 2012**	27-Ene-06	308	81,1	8,3	381
Boden 2012**	14-Feb-06	308	81,1	7,8	311
Boden 2012**	21-Feb-06	307	81,4	7,6	297
Bonar V	22-Mar-06	500	94,5	8,4	368
Bonar V	3-May-06	500	96,4	8,1	338
Boden 2012**	9-May-06	239	83,7	7,5	253
Boden 2012**	7-Jun-06	243	82,5	8,3	334
Boden 2012**	27-Jun-06	245	81,6	9,1	393
Boden 2012**	17-Jul-06	482	83,0	8,6	348
Bonar V	26-Jul-06	500	97,3	8,3	333
Bonar VII	7-Sep-06	500	92,7	8,4	364
<b>Total 2006</b>		<b>4.445</b>			

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

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

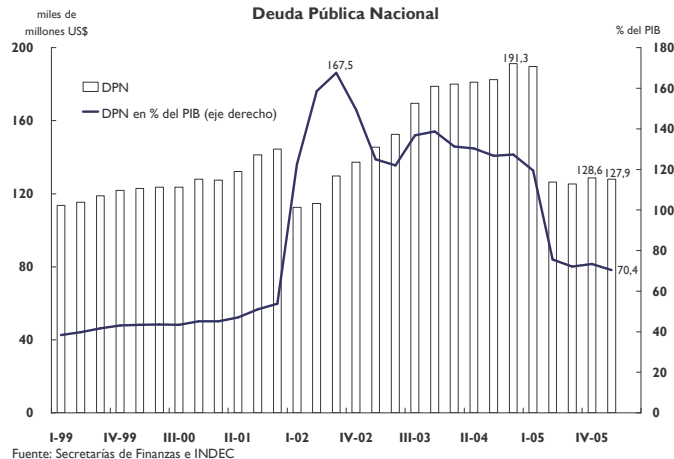
Fuente: Secretaría de Finanzas

<sup>23</sup> Ver Ley N° 25.994.

<sup>24</sup> Ver Ley N° 24.476 y Decreto N° 1.454/2005.

<sup>25</sup> Según estimaciones propias.

**Gráfico VI.10**  
**Deuda Pública Nacional**



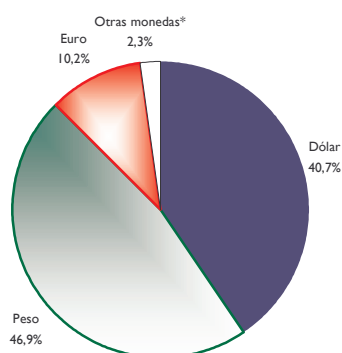
mercado de Bonar (ver Cuadro VI.1). Hacia fin de julio se realizó la tercera emisión de Bonar V por VE US\$486 millones, (valor nominal -VN- US\$500 millones) completándose el monto máximo autorizado (VN US\$1.500 millones)<sup>26</sup>. El precio de corte de la colocación fue de US\$97,27 por cada US\$100 de VN, implicando un rendimiento semianual de 8,34%, mientras que el *spread* en relación con el bono del Tesoro de EE.UU. alcanzó 333 puntos básicos (p.b.), reduciéndose 20 p.b. con respecto al promedio de las dos emisiones anteriores de Bonar V. Adicionalmente, a mediados de septiembre se realizó la primera colocación del Bonar VII, título de características similares al Bonar V aunque con vencimiento en 2013, por VN US\$500 millones, sobre una emisión total prevista de VN US\$2.000 millones<sup>27</sup>. El precio de corte de la colocación fue US\$92,7 por cada VN US\$100, significando un rendimiento semianual de 8,4%, en tanto que el *spread* en relación con el bono del Tesoro de EE.UU. se elevó a 364 p.b..

Así, considerando las disponibilidades de la TGN, el superávit financiero previsto para los próximos meses y la posibilidad de que el Gobierno Nacional realice nuevas emisiones de deuda en lo que resta del año, el financiamiento de 2006 estaría cubierto y la TGN podría empezar a financiar las necesidades de comienzos del próximo año (ver Cuadro VI.2). En este escenario, desde la perspectiva fiscal, los factores a tener en cuenta están mayormente relacionados con la evolución de las finanzas públicas provinciales y con la composición del financiamiento de la TGN en 2007.

### Deuda Pública

En línea con la evolución observada en la última parte de 2005, durante el primer trimestre de 2006 el *stock* de la Deuda Pública Nacional (DPN) no mostró variaciones importantes. La modificación más relevante fue el registro de la cancelación total del pasivo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el consiguiente cambio de composición de la deuda. A fines de marzo, el saldo de la DPN alcanzó US\$127.938 millones (70,4% del PIB), exhibiendo un descenso de US\$691 millones en relación con el *stock* de fines de 2005. En términos del PIB la caída fue aún superior (3,1 puntos porcentuales -p.p.-; ver Gráfico VI.10).

**Gráfico VI.11**  
**Deuda al 31 de Marzo de 2006**



Dado que la cancelación de la deuda total con el FMI se efectivizó con Reservas Internacionales de libre disponibilidad<sup>28</sup>, por las cuales la TGN entregó una Letra al BCRA con vencimiento en 2016<sup>29</sup>, la reducción de los pasivos con las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) tuvo su contraparte en un aumento de los títulos públicos en moneda extranjera. Así, durante el primer trimestre de 2006 el *stock* de títulos públicos en moneda extranjera aumentó US\$11.308 millones, principalmente por la emisión de la Letra BCRA (US\$9.530 millones) y por las emisiones de Boden 2012 y Bonar V realizadas en el período (ver Cuadro VI.1).

Además de la cancelación de la deuda total con el FMI, los pasivos con las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) siguieron reduciéndose, mayormente por los pagos netos efectuados al resto de los organismos, particularmente al Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y al Banco Mundial (BIRF). Adicionalmente,

\* Incluye Yen, Libra Esterlina, Franco Suizo y otras  
Fuente: Secretaría de Finanzas

<sup>26</sup> Ver Resolución Conjunta N° 88/2006 y 18/2006 de las Secretarías de Hacienda y Finanzas.

<sup>27</sup> Ver Resolución Conjunta N° 230/2006 y 64/2006 de las Secretarías de Hacienda y Finanzas.

<sup>28</sup> Ver Decretos N° 1.599/2005 y 1.601/2005 y Resolución N° 49/05 del Ministerio de Economía y Producción.

<sup>29</sup> Ver Resolución Conjunta N° 4/06 y 1/06 de las Secretarías de Hacienda y Finanzas.



durante los primeros tres meses de 2006 la TGN precanceló AT con el BCRA por \$1.000 millones y el *stock* de letras con otros entes del Sector Público se redujo en \$440 millones.

Por otra parte, no se registraron modificaciones relevantes entre las demás características financieras de la deuda, destacándose el incremento de los pasivos denominados en dólares, que pasaron de 36,4% a 40,7%, mientras que la porción de la deuda en pesos descendió de 48,3% a 46,9% (ver Gráfico VI.11).

Finalmente, la agencia *Standard & Poor's* (S&P) anunció a principio de octubre que elevó la calificación de la deuda soberana de largo plazo de la Argentina en moneda local y extranjera de “B” a “B+”, que se justifica según S&P por la mejora en la liquidez externa del país, en combinación con un nivel de deuda pública en descenso. De la misma manera, la agencia decidió mejorar las calificaciones de las deudas en moneda local y extranjera de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y de la Provincia de Mendoza desde “B” a “B+”. En este marco de mejores perspectivas de acceso al mercado de crédito para el Sector Público, provincias como Neuquén, Buenos Aires y Mendoza, podrían realizar emisiones de títulos públicos.

**Cuadro VI.2**  
**Estimación de los vencimientos de la Deuda Pública Nacional\***  
(millones \$)

Vencimientos	Octubre	Noviembre	Diciembre	IV-06
<b>Pesos</b>	<b>445</b>	<b>579</b>	<b>773</b>	<b>1.798</b>
Intereses	171	172	467	810
BODEN	9	9	9	27
Reestructuración	0	0	296	296
Otros	162	163	162	487
Capital	274	407	306	987
BODEN	98	99	100	297
Otros	176	308	206	690
<b>Dólares</b>	<b>849</b>	<b>556</b>	<b>1.081</b>	<b>2.487</b>
Intereses	389	129	590	1.109
BODEN	184	0	0	184
Reestructuración	0	0	414	414
IFI	205	129	176	511
Capital	460	427	491	1.378
BODEN	0	0	0	0
IFI	460	427	491	1.378

\* Excluye Bogar, cupón ligado al PIB y recompra de deuda. *Stock* a Sep-06.

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

### VI.3 Proyecto de Presupuesto Nacional 2007

El PPN-07 incluye tanto para 2006 como para 2007 supuestos macroeconómicos más prudentes que las proyecciones del mercado (ver Cuadro VI.3). En este sentido, al existir un sesgo positivo para las estimaciones macroeconómicas del PPN-07, de verificarse una expansión económica mayor, los recursos tributarios podrían incrementarse por encima de lo proyectado y permitir a la TGN acumular un superávit primario mayor al pautado. Al respecto, para 2006 el PN-06 preveía que la economía se expandiría 4% en términos reales y que los recursos tributarios alcanzarían \$133.148 millones, en tanto que en el PPN-07 se estima que este año el PIB real crecerá 6% y que los recursos tributarios sumarán \$148.023 millones, notándose una corrección al alza de la proyección de ingresos en un marco de mayor incremento del nivel de actividad.

Según se desprende del mensaje de elevación del PPN-07, la previsión de ingresos del SPNF para 2007 no incluye modificaciones en la legislación tributaria con respecto a este año. Sin embargo, teniendo en cuenta el crecimiento esperado en el nivel de actividad, el empleo formal, los salarios y los precios, entre otros aspectos, la presión tributaria se elevaría de 23,6% del PIB este año<sup>30</sup> a 24,4% del PIB en 2007, principalmente por el incremento esperado en las contribuciones a la Seguridad Social (ver Cuadro VI.4). En efecto, los ingresos por contribuciones a la Seguridad Social se elevarían de 4,1% a 4,5% del Producto en 2007 impulsados principalmente por el aumento de la masa salarial formal. Entre el resto de los tributos, se destacan los incrementos esperados en los relacionados al comercio exterior, previéndose una suba de 0,1% del Producto para los Derechos de Exportación, hasta 2,3% del PIB. Teniendo en cuenta que el crecimiento de las importaciones y exportaciones (medidas en pesos) proyectado en el PPN-07 es inferior al estimado por el mercado, los recursos impositivos relacionados al comercio exterior podrían inclusive

**Cuadro VI.3**

Proyecciones Macroeconómicas: PPN-07

	2005	2006		2007	
		PPN-07	REM	PPN-07	REM
PIB Nominal; en billones de \$	531,9	628,0	643,2	694,2	747,5
PIB; var. % real	9,2	6,0	8,0	4,0	6,3
PIB; var. % precios implícitos <sup>1</sup>	8,8	11,4	12,0	6,3	9,3
Consumo <sup>1</sup> ; var. % real	8,5	6,0	7,0	3,3	5,9
Inversión; var. % real	22,7	13,7	18,1	7,2	13,0
Exportaciones; var. % real en \$	13,5	5,5	-	7,8	-
var. % precios implícitos	2,0	10,4	-	0,1	-
Importaciones; var. % real en \$	20,1	12,8	-	10,7	-
var. % precios implícitos	3,7	7,5	-	2,3	-
Inflación <sup>2</sup> ; var. % punta	11,7	9,6	9,8	7,0	10,5
Inflación; var. % promedio	9,6	10,7	10,9	7,7	10,4
Tipo de Cambio <sup>3</sup> ; \$/US\$	2,92	3,09	3,12	3,13	3,20

<sup>1</sup> En el caso del PPN-2007 incluye Consumo Público y Privado mientras que el REM incluye también la variación de existencias y discrepancia estadística

<sup>2</sup> En el caso del PPN-2007 se informa la variación i.a. correspondiente al cuarto trimestre y el REM consigna la variación i.a. del mes de diciembre

<sup>3</sup> En el caso del PPN-2007 se informa el promedio anual y el REM consigna el valor esperado para el 31 de diciembre

<sup>4</sup> En la columna del REM se presentan los precios implícitos en las proyecciones.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Proyecto de Presupuesto Nacional 2007, INDEC y REM.

<sup>30</sup> La diferencia con respecto a la estimación incluida en Ingresos de la sección VI.2 se debe, en parte, a que el PIB nominal utilizado para realizar la proyección es diferente al previsto en el PPN-07.

**Cuadro VI.4**  
Ingresos del SPNF: PPN-07

	2006		2007		Variación		Contribución *** (%)
	millones de \$	% del PIB	millones de \$	% del PIB	%	% del PIB	
<b>Recaudación Impositiva (1)</b>	<b>122.508</b>	<b>19,5</b>	<b>137.802</b>	<b>19,9</b>	<b>12,5</b>	<b>0,3</b>	
Ganancias	33.079	5,3	37.237	5,4	12,6	0,1	19,8
Bienes Personales	2.078	0,3	2.279	0,3	9,7	0,0	1,0
IVA neto de reembolsos	43.222	6,9	48.372	7,0	11,9	0,1	24,5
Impuestos Internos	4.097	0,7	4.520	0,7	10,3	0,0	2,0
Ganancia Mínima Presunta	1.050	0,2	1.064	0,2	1,3	0,0	0,1
Derechos de Importación	4.840	0,8	5.587	0,8	15,4	0,0	3,5
Derechos de Exportación	14.012	2,2	16.027	2,3	14,4	0,1	9,6
Combustibles	6.209	1,0	6.521	0,9	5,0	0,0	1,5
Créditos y Débitos Bancarios	11.403	1,8	12.983	1,9	13,9	0,1	7,5
Otros Impuestos+	2.519	0,4	3.212	0,5	27,5	0,1	3,3
Contribuciones Seg. Social (2)	25.515	4,1	31.271	4,5	22,6	0,4	27,3
<b>Tributarios (3=1+2)</b>	<b>148.023</b>	<b>23,6</b>	<b>169.073</b>	<b>24,4</b>	<b>14,2</b>	<b>0,8</b>	
<b>No Tributarios (4)</b>	<b>8.079</b>	<b>1,3</b>	<b>8.728</b>	<b>1,3</b>	<b>8,0</b>	<b>0,0</b>	
Transferencias del BCRA	1.150	0,2	1.150	0,2	0,0	0,0	
<b>TOTAL** (3+4)</b>	<b>156.102</b>	<b>24,9</b>	<b>177.801</b>	<b>25,6</b>	<b>13,9</b>	<b>0,8</b>	

(\*) Incluye Tasa de Estadística, Radiodifusión, Monotributo Impositivo, Energía Eléctrica y Adicional de Cigarrillos y otros  
(\*\*) Incluye Rentas de la Propiedad y otros Recursos Corrientes  
(\*\*\*) Incluye Coparticipación Federal de Impuestos

(\*\*\*\*) Contribución al incremento de los Ingresos Tributarios  
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Proyecto de Presupuesto Nacional 2007

superar la pauta prevista. Entre los tributos tradicionales, los ingresos del Impuesto a las Ganancias y el IVA se elevarían 0,1% del PIB, igual que los recursos esperados por el ICDCB.

Por su parte, el gasto total del SPNF en 2007 aumentaría 0,9% del Producto hasta alcanzar \$170.821 millones (24,6% del PIB), impulsado exclusivamente por el incremento de las erogaciones primarias, dado que el gasto en intereses se mantendría constante en términos del Producto (ver Cuadro VI.5). En particular, el alza de las erogaciones primarias en términos del PIB se explica básicamente por el crecimiento previsto en el gasto de jubilaciones y pensiones, teniendo en cuenta el impacto pleno del aumento otorgado a partir de junio de 2006 y el incremento de 13% para todas las escalas que comenzaría a regir en enero de 2007, comentados anteriormente. En tanto, las erogaciones en salarios se incrementarían 10,1% por la incidencia plena de los aumentos otorgados a partir de mediados de este año, ya que para el año próximo el PPN-07 no incluye incrementos salariales adicionales para los empleados del Sector Público. Entre el resto de los gastos, se destaca que las erogaciones de capital se mantendrían prácticamente constantes, verificándose un descenso en términos del PIB. De esta forma, según se prevé en el PPN-07, el gasto primario nacional como proporción del PIB en 2007 se situaría en un nivel elevado en relación con los últimos quince años.

**Cuadro VI.5**  
Gastos Totales del SPNF: PPN-07

	2006		2007		Variación		Contribución * (%)	
	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	%	Nominal		
<b>Gasto primario</b>	<b>135.739</b>	<b>21,6</b>	<b>156.134</b>	<b>22,5</b>	<b>15,0</b>	<b>20.395</b>		
Sueldos	14.758	2,4	16.251	2,3	10,1	0,0	1.493	7,3
Bienes y Servicios	6.005	1,0	7.168	1,0	19,4	0,1	1.162	5,7
Jubilaciones	30.924	4,9	39.997	5,8	29,3	0,8	9.073	44,5
Transferencias Corrientes	66.867	10,6	74.541	10,7	11,5	0,1	7.674	37,6
CFI**	33.701	5,4	37.639	5,4	11,7	0,1	3.938	19,3
Gastos de Capital	16.557	2,6	17.193	2,5	3,8	-0,2	636	3,1
Otros	628	0,1	585	0,1	-7,0	0,0	-53	-8,8
<b>Gasto total</b>	<b>148.998</b>	<b>23,7</b>	<b>170.821</b>	<b>24,6</b>	<b>14,6</b>	<b>0,9</b>	<b>21.824</b>	

(\*) Contribución al incremento del Gasto Primario; (\*\*) Coparticipación Federal de Impuestos  
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Proyecto de Presupuesto Nacional 2007

Dadas las proyecciones de ingresos y gastos incluidas en el PPN-07, el superávit primario del SPNF alcanzaría \$21.821 millones (3,1% del PIB) el próximo año, exhibiendo un descenso de 0,1% del PIB con respecto a este año (aunque una suba en términos nominales de \$1.325 millones) por el mayor incremento esperado del gasto primario, dado que los recursos totales también aumentarían en términos del Producto (ver Cuadro VI.6). Por su parte, el resultado financiero se reduciría \$100 millones aproximadamente (0,1% del PIB) hasta \$7.134 millones, dado que el incremento nominal del superávit primario sería más que compensado por la suba en el pago de intereses. En tanto, según el PPN-07 el superávit primario del Sector Público Provincial bajaría este año a 0,4% del PIB (el resultado financiero sería 0,1% del Producto) y continuaría reduciéndose en 2007.

**Cuadro VI.6**  
Resultado del SPNF: PPN-07

	2006		2007		Variación		
	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	%	% del PIB	nominal
Recursos Totales	156.235,0	24,9	177.955,2	25,6	13,9	0,8	21.720,2
Gasto Primario	135.739,1	21,6	156.134,2	22,5	15,0	0,9	20.395,1
<b>Resultado Primario</b>	<b>20.495,9</b>	<b>3,3</b>	<b>21.821,0</b>	<b>3,1</b>	<b>6,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>1.325,1</b>
Intereses	13.258,5	2,1	14.686,9	2,1	10,8	0,0	1.428,4
<b>Resultado Financiero</b>	<b>7.237,4</b>	<b>1,2</b>	<b>7.134,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-103,3</b>

Fuente: Proyecto de Presupuesto Nacional 2007

Entre las previsiones de financiamiento del PPN-07 para el año que viene, se destaca el hecho de que se emitirían títulos en moneda extranjera por un total de US\$6.400 millones aproximadamente, más que suficiente para cubrir el total de las amortizaciones de deuda en moneda extranjera (en torno a US\$4.860 millones). Por su parte, se prevé una reducción de la exposición a las IFI, ya que se refinanciaría 93% del total de los vencimientos de capital, que alcanzarían \$7.619 millones. Adicionalmente, según el PPN-07 el BCRA proveerá asistencia financiera neta a la TGN mediante AT por \$2.105, dentro de los límites que fija la Carta Orgánica del Banco Central. Finalmente, el Gobierno Nacional seguiría otorgando financiamiento neto a las provincias en el marco del Programa de Asistencia Financiera.



## VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

### VII.1 Síntesis

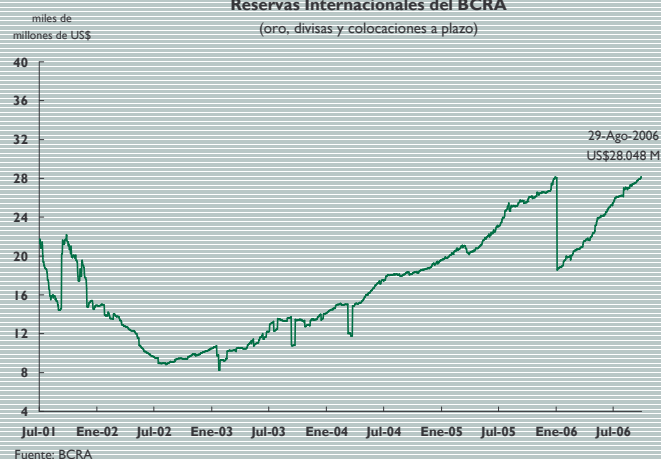
El BCRA cumplió con la meta establecida en el Programa Monetario 2006 (PM 2006) para el tercer trimestre del año. El nivel promedio de los medios de pago (M2) se ubicó en septiembre en \$112.390 millones, próximo al límite inferior de las bandas del Programa. El cambio en el sesgo de la política monetaria que comenzó a principios de 2005 y se profundizó durante este año se reflejó en una fuerte desaceleración en la variación interanual del M2, que, de tasas del orden del 40% interanual (i.a.) en 2003 y 2004, está convergiendo al crecimiento nominal del Producto. De este modo en lo que va del 2006 la variación interanual se redujo 5 puntos porcentuales (p.p.; con una caída de 6 p.p. en la del circulante). Este comportamiento es consecuencia de la profunda esterilización que el BCRA viene llevando a cabo y, que conjuntamente con las medidas implementadas, incentivaron el alargamiento de la estructura de fondeo de las entidades financieras mediante la migración de fondos desde imposiciones a la vista hacia depósitos a plazo fijo, de manera de impulsar el crecimiento del crédito de largo plazo.

En el marco de una estrategia prudencial de acumulación de Reservas Internacionales, que permitió que en sólo 9 meses se recompusieran los niveles que se observaban antes de la cancelación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), y con el objetivo de preservar el equilibrio monetario, el Banco Central continuó llevando a cabo una política de esterilización profunda y de calidad. En el trimestre, dicha esterilización fue realizada a través de cambios en la política de encajes, la colocación de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) en el mercado primario (\$5.144 millones) y el cobro de redescuentos (\$588 millones). Por otra parte, el sector público continuó contribuyendo a mantener bajo control el crecimiento de la oferta monetaria.

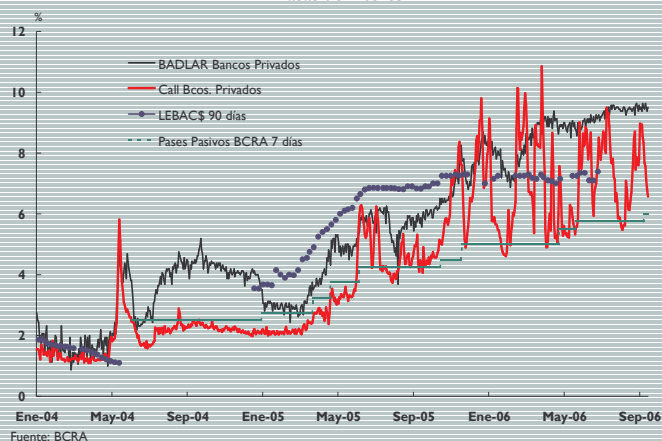
El BCRA continuó su política gradual de incremento de tasas de interés de referencia de corto plazo, que en lo que va de 2006 aumentaron 1 p.p. en el caso de los pasivos y 2 p.p. en el de los activos. A su vez dejó de colocar LEBAC con duración menor a 6 meses y volvió a emitir otras con plazos de 2 años, alargando el plazo del stock de LEBAC y NOBAC en circulación.

En un contexto macroeconómico favorable y propiciado por incentivos regulatorios implementados por el BCRA tendientes a extender los plazos y a ejercer un manejo prudente de los riesgos asociados, el crédito al sector privado continúa mostrando un firme ritmo de crecimiento. En términos interanuales, acumula un incremento nominal de 41,5% y de 28,1% en términos reales, alcanzando nuevos máximos. Si bien el crecimiento fue extendido en todas las líneas, en los últimos meses comenzó a observarse un creciente dinamismo en los préstamos hipotecarios, y cierta desaceleración en las líneas de más corto plazo. De esta forma, por primera vez desde la crisis, el crédito al sector privado supera a la exposición al sector público en los balances de los bancos.

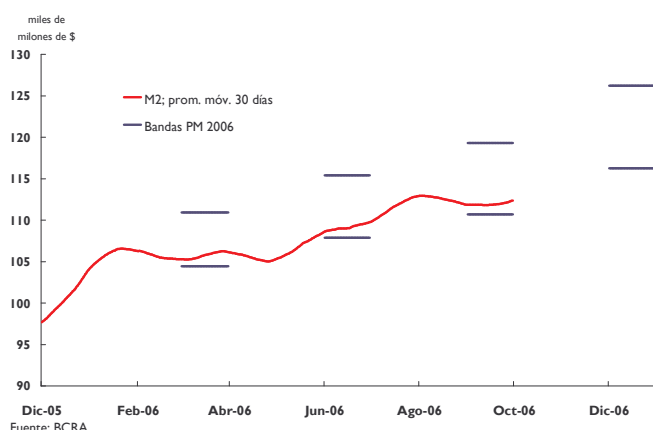
**Gráfico VII.1**  
Reservas Internacionales del BCRA  
(oro, divisas y colocaciones a plazo)



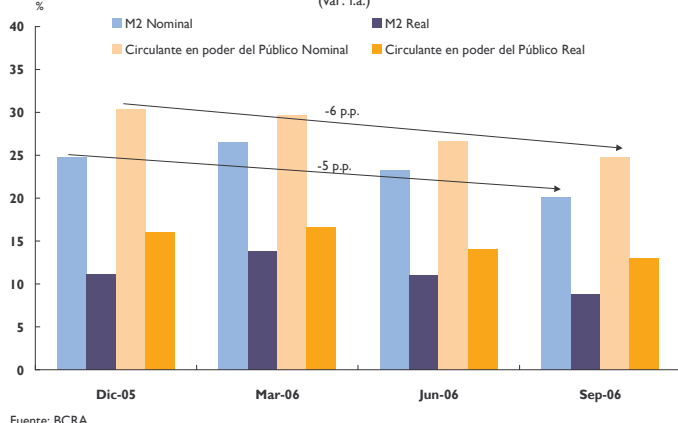
**Gráfico VII.2**  
Tasas de Interés



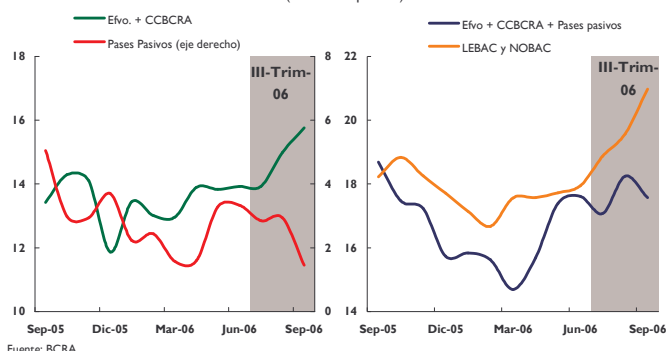
**Gráfico VII.3**  
Evolución de M2 y Programa Monetario 2006



**Gráfico VII.4**  
Crecimiento de los Medios de Pago  
(var. i.a.)



**Gráfico VII.5**  
Liquidez bancaria en pesos  
(en % de depósitos)



## VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

En septiembre los medios de pago ( $M2^{31}$ ) se ubicaron en \$112.390 millones, cerca del límite inferior previsto en el Programa Monetario para el tercer trimestre de 2006 (ver Gráfico VII.3). De esta forma, el BCRA completó un trimestre más de estricto cumplimiento de las metas establecidas.

Desde comienzos de 2005 el BCRA produjo un cambio en el sesgo de la política monetaria desarrollando un fuerte control de los agregados monetarios. Este cambio se ha ido profundizando a lo largo de 2006 reflejándose en una sostenida desaceleración de la tasa de crecimiento interanual (i.a.) del M2, que de tasas del orden del 40% i.a. en 2003 y 2004, está convergiendo al crecimiento nominal del PIB. En particular, en los primeros nueve meses de 2006 la variación interanual del M2 se redujo 5 puntos porcentuales (p.p.) y la del circulante en poder del público cayó 6 p.p. (ver Gráfico VII.4). Este comportamiento fue consecuencia de la sostenida política de control monetario basada en una fuerte esterilización que, conjuntamente con los cambios normativos implementados, incentivaron un genuino trasvasamiento desde depósitos a la vista hacia depósitos a plazo, impulsando el crecimiento del crédito de largo plazo.

En este contexto, los depósitos a la vista mostraron una caída trimestral de 0,4% en términos nominales y 1,6% en términos reales desestacionalizados (s.e.).

En cuanto a las medidas adoptadas por el BCRA, volvieron a incrementarse en el tercer trimestre los coeficientes de encajes sobre las colocaciones a la vista y se eliminaron los requerimientos sobre los depósitos a plazo fijo mayores a 180 días. Además, por segunda vez en el año se redujo la tasa de interés máxima –en esta oportunidad de 50% a 35% de la BADLAR<sup>32</sup> de bancos privados– a partir de la cual los depósitos a la vista remunerados quedan sujetos a 100% de encaje. Asimismo, a partir de septiembre se redujo la proporción del efectivo que los bancos pueden computar como integración de Efectivo Mínimo, lo que implicó una mayor demanda de Base Monetaria (BM) a través del aumento de las cuentas corrientes de las entidades en el BCRA (CCBCRA) necesarias para el cumplimiento normativo.

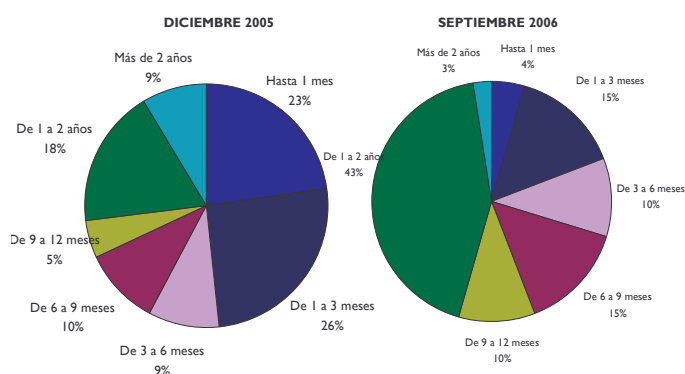
A pesar de los cambios en la política de encajes, la liquidez bancaria, definida como los fondos mantenidos por los bancos en efectivo, en cuentas corrientes en el BCRA y en pases pasivos para el BCRA, ascendió en septiembre a 17,2% del total de los depósitos en pesos, un nivel semejante al de junio. Esto se debe a que las modificaciones fueron introducidas en un contexto de holgada liquidez en el sistema.

No obstante, se observó un cambio en la composición de la liquidez, a favor de las cuentas corrientes en el BCRA y en detrimento de los pases concertados con el BCRA (ver Gráfico VII.5, cuadrante izquierdo). Este cambio estuvo asociado, como fuera mencionado, a las modificaciones normativas que se implementaron en el trimestre y que exigieron un incremento de la

<sup>31</sup> El M2 está compuesto por el circulante en poder del público más los depósitos en cuentas corrientes y en cajas de ahorros, en pesos, del sector público no financiero y privado no financiero.

<sup>32</sup> La BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) es una tasa de interés de depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos, de 30 a 35 días de plazo.

**Gráfico VII.6**  
**Estructura de Saldo de LEBAC y NOBAC**

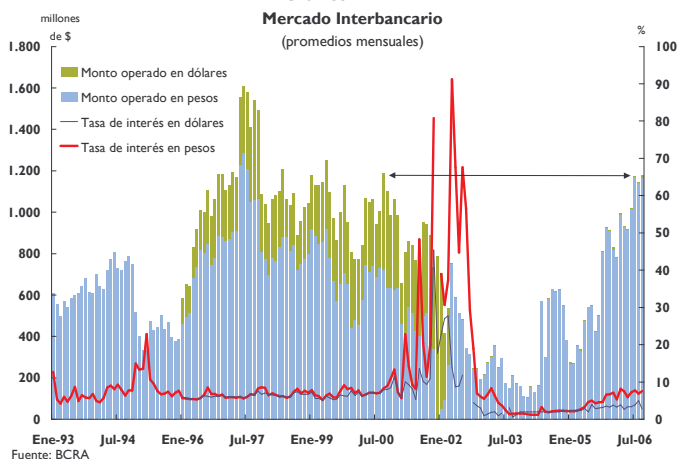


Fuente: BCRA

integración de efectivo mínimo de aproximadamente 1,9 p.p. de los depósitos, en promedio. Adicionalmente, las modificaciones introducidas promovieron un uso más eficiente del efectivo por parte de los bancos, que se puede observar en la caída del ratio efectivo/depósitos de aproximadamente 10% (\$400 millones). Como consecuencia, el excedente en la posición de efectivo mínimo en pesos se redujo levemente a aproximadamente 0,3% de los depósitos en septiembre, \$370 millones menos que en junio.

Por su parte, la liquidez mantenida por los bancos en Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) aumentó cerca de 3 p.p. en relación con los depósitos (unos \$5.300 millones) en el trimestre (ver Gráfico VII.5, cuadrante derecho), lo que evidencia el interés de las entidades financieras por los títulos que emite el BCRA. De este modo, el ratio de liquidez más amplia, que incluye LEBAC y NOBAC ascendió a 38,2% de los depósitos en septiembre.

**Gráfico VII.7**  
**Mercado Interbancario**  
(promedios mensuales)



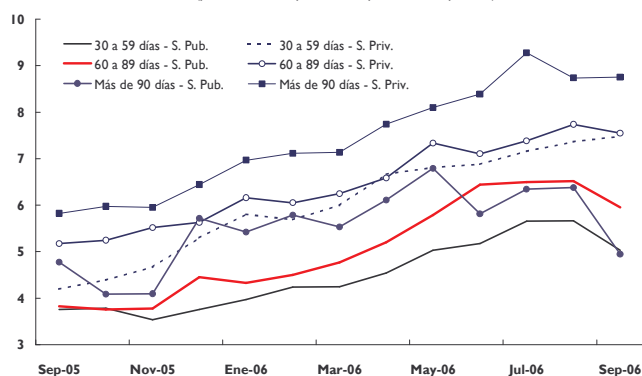
Fuente: BCRA

Asimismo, el Banco Central prosiguió con su política prudencial de acumulación de Reservas Internacionales y, simultáneamente garantizó el equilibrio monetario mediante la esterilización realizada a través de los cambios mencionados en la política de encajes, la colocación de LEBAC y NOBAC en el mercado primario (\$5.144 millones) y el cobro de redescuentos (\$588 millones; ver Apartado 3). Respecto a este último factor es importante mencionar que a septiembre, solamente 2 bancos de los 23 que intervinieron en el esquema de *matching* en un inicio, permanecían con saldos por asistencias por iliquidez que habían recibido durante la crisis de 2001-2002. Por otra parte, el sector público continuó contribuyendo a la regulación monetaria, principalmente mediante la contracción asociada a la cancelación de Adelantos Transitorios (AT). La contracción respondió a que la mayor parte de los AT otorgados en el período a la Tesorería General de la Nación (TGN) se destinaron al pago de obligaciones en divisas, en tanto que la cancelación de AT se realizó con dinero depositado en el sistema financiero local.

### Tasas de Interés

Durante el tercer trimestre el BCRA mantuvo las tasas de interés de sus operaciones de pases. Sin embargo, en el mismo sentido que los cambios mencionados en la política de encajes, el 2 de octubre decidió incrementar 0,25 p.p. las tasas pagadas por los pases pasivos. A partir de entonces, los pases pasivos a 1 día de plazo se transan a 5,5% y los de 7 días a 6%. Por otra parte, los pases activos continuaron otorgándose al 8%. De esta forma, el BCRA continuó su política gradual de ajuste de tasas de interés de referencia de corto plazo, que en lo que va de 2006 aumentaron 1 p.p. en el caso de los pases pasivos y 2 p.p. en los pases activos.

**Gráfico VII.8**  
**Tasas de Interés por Depósitos a Plazo Fijo**  
(prom. mensual ponderado por monto operado)

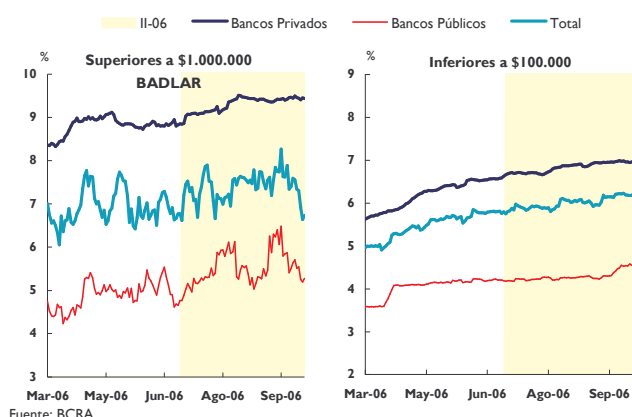


Nota: No se incluyen las operaciones de plazo fijo ajustables por CER.  
Fuente: BCRA

Las tasas de interés pagadas en las licitaciones de LEBAC se mantuvieron, en cambio, en los niveles del trimestre anterior, mientras que los márgenes de las NOBAC se redujeron cerca de 1 p.p.. En el transcurso del trimestre dejaron de colocarse LEBAC con duración menor a 6 meses y se renovaron las emisiones con plazos de 2 años. En consecuencia, a fin de septiembre, la composición del *stock* de LEBAC y NOBAC en circulación cambió significativamente con respecto a la de fin de 2005. En particular, la participación de los títulos de 1 año y más conforman el 46% del total, mientras que en diciembre de 2005 representaban 26% (ver Gráfico VII.6).

Gráfico VII.9

Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos de 30-35 días  
(Promedio móvil de 5 días)



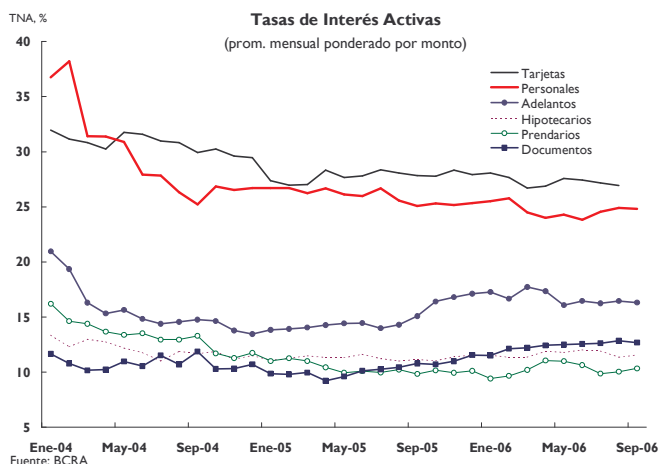
La situación del mercado interbancario estuvo caracterizada por las cambiantes condiciones de liquidez a lo largo del trimestre. Los montos operados diarios promedio se incrementaron alrededor de \$160 millones respecto a junio, alcanzando un nivel de aproximadamente \$1.180 millones diarios, el mayor en los últimos 6 años (ver Gráfico VII.7). No obstante, tanto en términos reales como en relación con el total de depósitos, las cifras actuales serían algo más de la mitad que en aquel momento. La tasa de interés de las operaciones a 1 día, que concentran más de 80% del total operado, promedió el trimestre en 7,4% (+0,5 p.p. frente al trimestre anterior; +2,8 p.p. frente a un año atrás), aunque presentó gran variabilidad en el período, de acuerdo con las condiciones de liquidez imperantes en cada momento, registrando un pico de 9% a principios de agosto y mínimos de 5,5% a fines del mismo mes.

Las tasas de interés pasivas continuaron con la tendencia creciente que presentan desde enero de 2005. En el trimestre se observó un incremento principalmente en las tasas de interés de las colocaciones del sector privado, mientras que en las colocaciones del sector público se mantuvieron estables o incluso descendieron en el último mes (ver Gráfico VII.8).

Gráfico VII.10

Tasas de Interés Activas

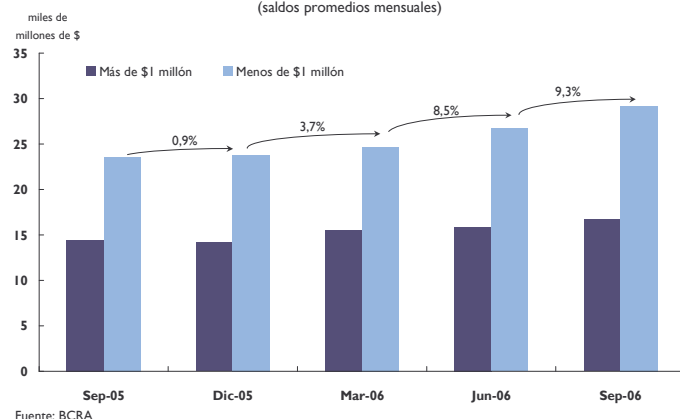
(prom. mensual ponderado por monto)



Analizando la evolución de las tasas de interés de los depósitos de más corto plazo, en las colocaciones minoristas (menores a \$100.000) se registró un incremento gradual durante el trimestre de 0,3 p.p. tanto en los bancos privados como en los bancos públicos. (ver Gráfico VII.9, cuadrante derecho). Por su parte, en las colocaciones mayoristas, las tasas de interés registraron una variación de 0,5 p.p.. En el caso de la BADLAR de bancos privados, el incremento se produjo durante julio y principios de agosto, y se mantuvo estable en 9,5% a partir de entonces. Por otro lado, la BADLAR de banco públicos, si bien presenta igual variación en puntos porcentuales, tuvo una mayor volatilidad en función de la ponderación de las colocaciones del sector público dentro del promedio. Cabe señalar que las operaciones de este sector presentan tasas de interés inferiores a las del resto de los sectores. De este modo la tasa BADLAR de bancos públicos finalizó septiembre en 5,3% (ver Gráfico VII.9, cuadrante izquierdo).

Gráfico VII.11

Depósitos a Plazo Fijo en Pesos del Sector Privado  
(saldos promedios mensuales)

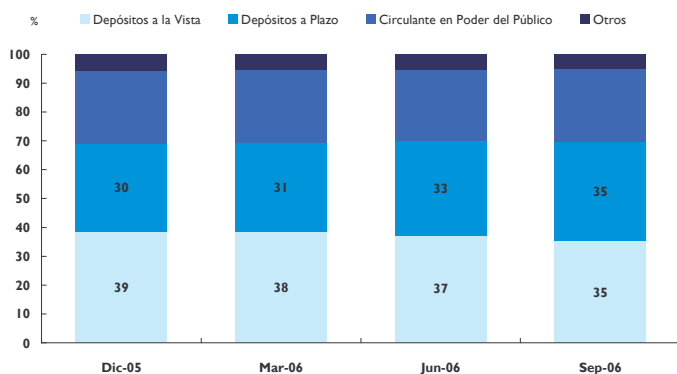


En cuanto a las tasas de interés activas, no se registraron variaciones significativas en comparación al trimestre pasado. Para las financiaciones a más corto plazo, las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables. En el caso de los adelantos, la tasa en septiembre fue 16,3% mientras que la de los documentos otorgados a sola firma, la tasa de interés permaneció en 12,7% a pesar de que se observa un incremento en el monto de préstamos otorgados a Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) a un plazo promedio de 180 días (ver Gráfico VII.10).

En las financiaciones a más largo plazo se observó cierta caída en el trimestre. La tasa de interés de los préstamos hipotecarios se redujo 0,4 p.p., ubicándose en un nivel de 11,6%. La tasa de interés para préstamos prendarios, aunque más volátil que la de los hipotecarios, también mostró una leve caída de 0,3 p.p. finalizando el trimestre en 10,3%.

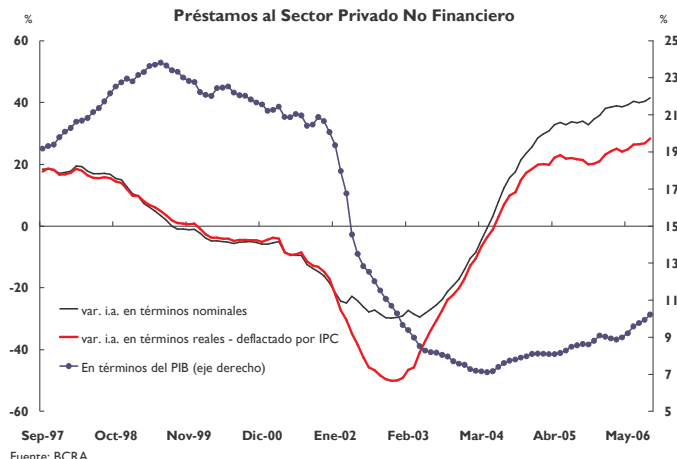
En los préstamos para consumo, la tasa de interés de los préstamos personales en septiembre resultó 1 p.p. más alta que la observada

**Gráfico VII.12**  
**Composición del M3**



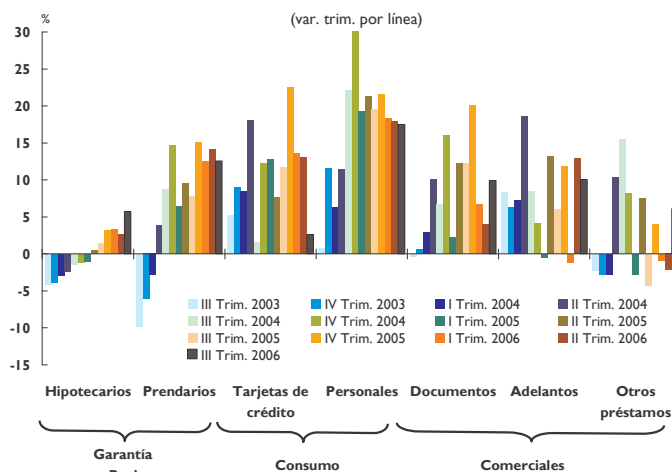
Fuente: BCRA

**Gráfico VII.13**  
**Préstamos al Sector Privado No Financiero**



Fuente: BCRA

**Gráfico VII.14**  
**Préstamos en Pesos al Sector Privado No Financiero**  
(var. trim. por línea)



Fuente: BCRA

en junio, y alcanzó a 24,8% en un contexto de dinámico crecimiento donde los montos de nuevos préstamos otorgados mensualmente superaron desde agosto los \$1.000 millones. Por último, para las financiaciones con tarjeta de crédito la tasa de interés de agosto, último dato disponible, fue 26,9%, 0,5 p.p. inferior al nivel de junio.

### VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

En el marco de las políticas tendientes a incentivar el alargamiento del fondeo de los bancos, los depósitos a plazo fijo continuaron mostrando un importante dinamismo y registraron un incremento de \$6.600 millones (11,5%) en el trimestre, que fue explicado en partes casi iguales por las colocaciones del sector privado y por los depósitos del sector público.

En el caso de los recursos del sector público, continuaron observándose traslados de fondos desde colocaciones a la vista hacia otras a plazo. Por otra parte, entre los del sector privado, los depósitos menores a \$1 millón siguieron concentrando la mayor parte del incremento y durante el tercer trimestre continuaron aumentando su tasa de crecimiento (Gráfico VII.11).

En definitiva, si a los movimientos mencionados se incorporan los cambios en el resto de los depósitos, el agregado más amplio en pesos (M3) creció \$9.540 millones en el trimestre. Además, en lo que va del año su composición cambió gradualmente, y los depósitos a plazo aumentaron su participación en 5 p.p. respecto a diciembre de 2005, en detrimento de las colocaciones a la vista (ver Gráfico VII.12).

#### Crédito al Sector Privado<sup>33</sup>

En un contexto macroeconómico favorable y propiciado por los incentivos regulatorios implementados por el BCRA tendientes a extender los plazos y a ejercer un manejo prudente de los riesgos asociados, el crédito al sector privado continúa mostrando un firme ritmo de crecimiento. En términos interanuales, acumula un incremento nominal de 41,5% y de 28,1% en términos reales, alcanzando nuevos máximos (ver Gráfico VII.13). De esta forma, el crédito al sector privado supera, por primera vez desde la crisis, al crédito al sector público en los balances de las entidades.

Si bien el crecimiento fue extendido en todas las líneas, en los últimos meses comenzó a observarse un creciente dinamismo en los préstamos hipotecarios, y cierta desaceleración de las líneas de más corto plazo. En términos del PIB, los préstamos al sector privado habrían alcanzado un nivel en torno al 10%, acumulando aproximadamente 3 p.p. de crecimiento frente al mínimo valor registrado en abril de 2004.

Los préstamos comerciales en pesos aceleraron su crecimiento, alcanzando en septiembre una variación interanual de 35,8%. En el trimestre se incrementaron \$2.300 millones (9,4%), aumento que resulta alrededor de \$1.000 millones superior al de a igual período

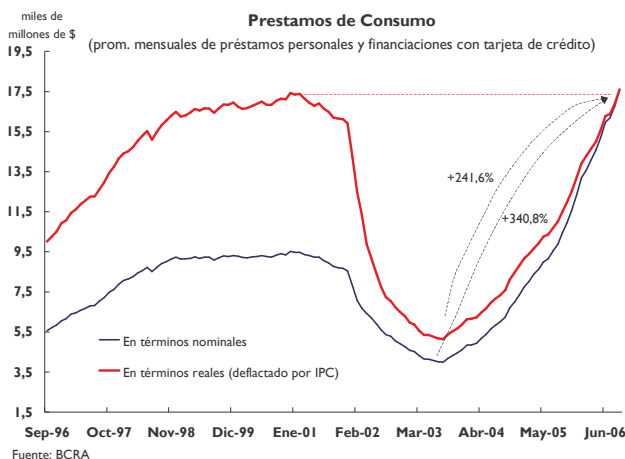
<sup>33</sup> Al igual que en los trimestres pasados, en los últimos meses se han producido movimientos contables, ocasionados por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros. En el momento de la conformación de un fideicomiso financiero con cartera de préstamos de un banco, esa parte de la cartera se quita del rubro "Préstamos" en el balance y se transfiere al fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco los créditos trasladados se registran en el rubro "Préstamos" del balance. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por este tipo de operatoria que, si bien altera los saldos contables, no afectan al *stock* de financiaciones otorgadas.



Gráfico VII.15

## Préstamos de Consumo

(prom. mensuales de préstamos personales y financiacines con tarjeta de crédito)

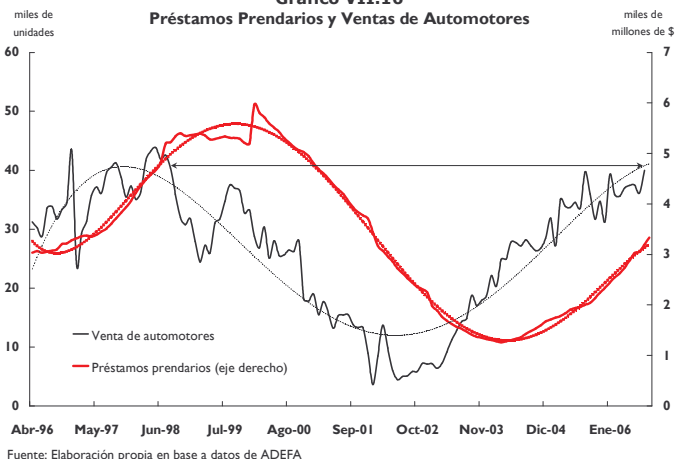


del año anterior. Un comportamiento para destacar fue el renovado impulso verificado en las financiacines instrumentadas mediante documentos (documentos a sola firma, documentos descontados y documentos comprados), que aumentaron más de \$1.100 millones (9,9%). Como anticipáramos en el **Informe de Inflación** anterior, este mayor incremento se vio favorecido por los cambios normativos dispuestos por el BCRA en abril, tendientes a facilitar el acceso de las empresas, particularmente PyMEs, al crédito bancario. Desde entonces no se requieren afors para el descuento de cheques emitidos por libradores clasificados en situación normal, y las entidades financieras pueden prevercionar estas financiacines al 1% sin necesidad de evaluar la capacidad de pago de los cedentes.

Las financiacines al consumo continuaron aumentando, aunque se observó cierta desaceleración. En el tercer trimestre se incrementaron \$1.800 millones (11,4%), alrededor de \$400 millones menos que el trimestre anterior, lo cual se explica por el menor crecimiento de las financiacines con tarjeta de crédito (ver Gráfico VII.14).

Gráfico VII.16

## Préstamos Prendarios y Ventas de Automotores



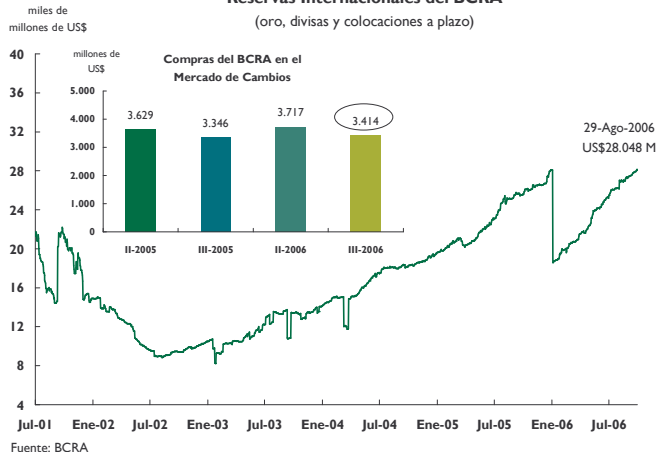
De este modo, los préstamos de consumo se ubicaron en \$17.600 millones (ver Gráfico VII.15). No obstante, comparados con el componente del gasto que financian, el *stock* de préstamos de consumo representa casi 4% del gasto de consumo privado, de acuerdo a los últimos datos de PIB disponibles correspondientes al segundo trimestre de 2006.

En un contexto donde las ventas de automotores habrían alcanzado los mayores niveles de los últimos 8 años, los préstamos con garantía prendaria continuaron presentando un sostenido crecimiento (ver Gráfico VII.16). En el trimestre volvieron a incrementarse cerca de \$400 millones (12,3%) y acumulan un incremento interanual de 61%. Por su parte, los préstamos hipotecarios registraron un incremento de más de \$500 millones en el trimestre, el mayor desde que a principios de 2005 lograran revertir su fase descendente. A partir de agosto el BCRA dispuso medidas tendientes a facilitar los requerimientos para el otorgamiento de nuevas financiacines hipotecarias para la vivienda única familiar y de ocupación permanente, que es esperable contribuyan a apuntalar el crecimiento de este tipo de financiacines en los próximos meses.

Gráfico VII.17

## Reservas Internacionales del BCRA

(oro, divisas y colocaciones a plazo)



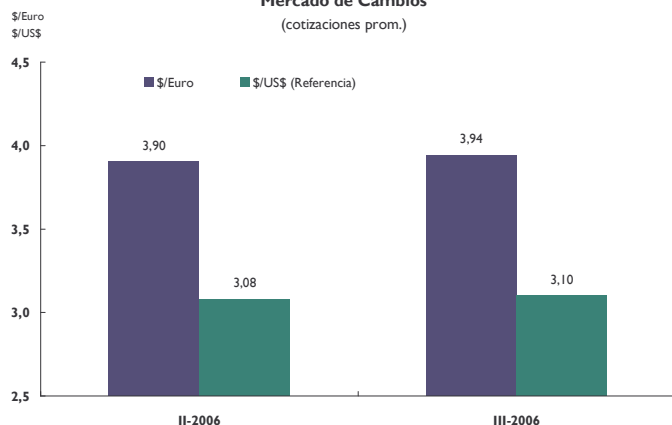
Finalmente, favorecidas por la flexibilización dispuesta por el BCRA en relación con la documentación a presentar para las prefinanciacines de exportaciones, las financiacines en moneda extranjera continuaron creciendo. Liderados por el comportamiento de los documentos vinculados a exportaciones, los préstamos en moneda extranjera aumentaron US\$350 millones en el trimestre (11,5% trimestral, 40,7% i.a.).

## VII.4 Mercado de Cambios

En sólo 9 meses, el BCRA recompuso los niveles de Reservas Internacionales que se observaban a comienzos de enero, antes del pago al Fondo Monetario Internacional (FMI). Durante el tercer trimestre las Reservas Internacionales se incrementaron en US\$2.558 millones, situándose a fin de septiembre en US\$28.048 millones (ver Gráfico VII.17). Las compras del BCRA en el mercado de cambios fueron el principal factor de aumento de



**Gráfico VII.18**  
**Mercado de Cambios**  
(cotizaciones prom.)



Fuente: BCRA

divisas, comportamiento similar al observado el año anterior vinculado a la fuerte liquidación de divisas de exportadores propia de la época del año.

El peso, por su parte, se mantuvo relativamente estable frente al dólar y al euro, mostrando una depreciación nominal de 0,6% y 1,1% respectivamente con respecto al segundo trimestre de 2006. En términos reales el peso se apreció 0,7% y 0,9% frente a dichas monedas en forma respectiva (ver Gráfico VII.18).

Los volúmenes operados en los mercados *spot* y de futuros disminuyeron en el trimestre en relación con el período anterior. En el mercado *spot* (Sistema de Operaciones Electrónica -SIOPEL- y Mercado Electrónico de Corredores -MEC-), el volumen promedio diario operado se redujo 16% a US\$239 millones, al tiempo que el BCRA aumentó su participación en dichas plazas de 11% a 17%. Por otro lado, el mercado de futuros (Mercado Abierto Electrónico -MAE- y Mercado a Término de Rosario -ROFEX-), también experimentó una disminución, aunque leve, en su nivel de operaciones cercana al 6%, haciendo que cerraran en US\$100 millones promedio. Esta caída se puede explicar por el efecto sobre los mercados locales de la menor volatilidad en los mercados financieros internacionales respecto del trimestre previo. El BCRA disminuyó su participación en estos mercados en relación con el trimestre anterior interviniendo en 3% del total del volumen negociado, similar a igual trimestre del año pasado.

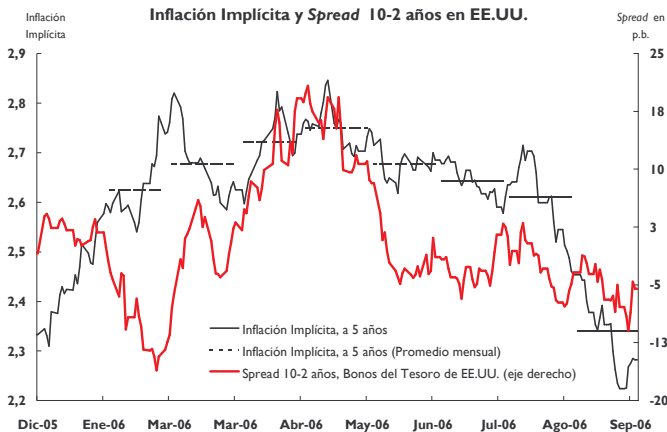
## VII.5 Otros Activos

El trimestre se caracterizó por un cambio en las expectativas de crecimiento y de inflación en EE.UU. (ver Gráfico VII.19). Los participantes del mercado fueron ajustando hacia abajo las expectativas sobre el sendero de la tasa de interés de los *Fed Funds*, a medida que transcurría el trimestre y se acumulaba información acerca del estado de la economía norteamericana. En este contexto, la Reserva Federal de EE.UU. dejó inalterada la tasa de referencia de los *Fed Funds*, en 5,25%, en las reuniones del 8 de agosto y del 20 de septiembre.

La volatilidad de los precios de los activos financieros que se observó en el segundo trimestre se mantuvo elevada al principio del tercer trimestre, todavía reflejando cierta incertidumbre respecto de la evolución futura de la política monetaria de EE.UU. y la corrección de las condiciones financieras internacionales (ver **Informe de Inflación** anterior), y luego descendió hasta niveles similares a los del primer trimestre del corriente año (ver Gráfico VII.20). La curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. se desplazó hacia menores rendimientos en todos los tramos, dados el sendero de tasas de interés de corto plazo y la menor expectativa de inflación. Consistentemente, se incrementaron las valuaciones de las compañías con cotización en los mercados bursátiles de EE.UU. reflejando el impacto directo de las menores tasas de interés esperadas. Por último, los precios de algunos *commodities* cayeron en el trimestre, en cierta medida como respuesta a la desaceleración de la economía de EE.UU. y por el efecto de la baja en el precio del petróleo (ver Apartado 1).

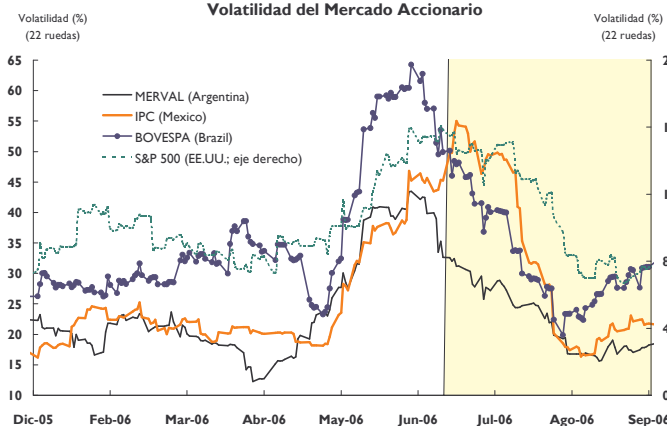
El dólar estadounidense se apreció contra las monedas más relevantes, como se reflejó en el *Dollar Index*. Si bien la apreciación fue leve, refleja en gran medida el apetito por activos

**Gráfico VII.19**  
**Inflación Implícita y Spread 10-2 años en EE.UU.**



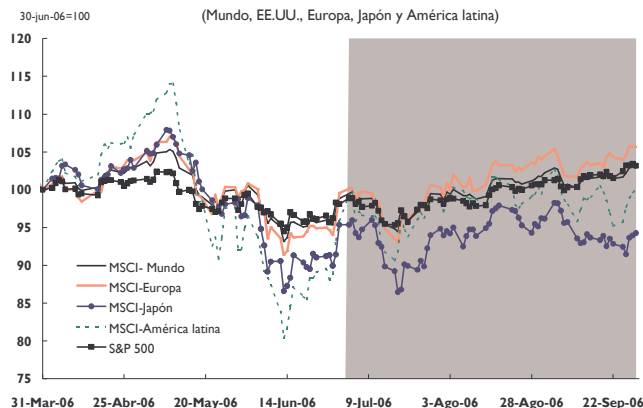
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

**Gráfico VII.20**  
**Volatilidad del Mercado Accionario**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

**Gráfico VII.21**  
**Evolución de las Bolsas en el Mundo**  
(Mundo, EE.UU., Europa, Japón y América latina)



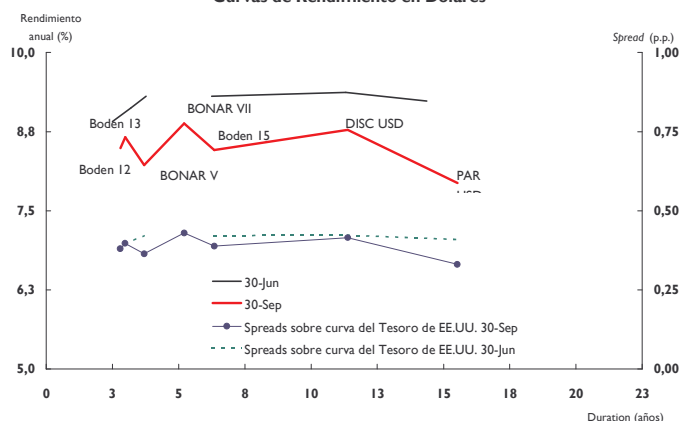
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

de EE.UU. observado en el trimestre. El dólar se apreció contra la gran mayoría de las monedas, con excepción de la libra esterlina que se revaluó 1,3% frente a la moneda estadounidense. La apreciación del dólar con respecto al yen fue 3%, y con respecto al euro 0,9%; se observaron también apreciaciones con respecto al franco suizo (2,2%), la corona sueca (1,9%) y el dólar canadiense (0,2%).

La relajación del ciclo de incremento en las tasas de interés en EE.UU. favoreció a los mercados bursátiles de ese país, logrando que el Dow Jones alcance niveles récord en septiembre. Asimismo, también se observaron mejoras similares en el resto de las bolsas del mundo. Particularmente, mientras que el índice MSCI-World<sup>34</sup>, que mide la evolución del mercado accionario mundial, subió 4,0%, el mismo índice bursátil para el caso de EE.UU. se incrementó 4,9%, y para el caso de la zona Euro, lo hizo 6,1% (ver Gráfico VII.21). En el caso de Japón, la evolución fue levemente negativa en 1%, en un marco en el que se mantienen las expectativas de subas en las tasas de interés en ese país. En el caso de América latina en su conjunto, las bolsas también mostraron una evolución positiva en el trimestre, lideradas por las alzas del índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) de Perú: 27,9%, el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de México: 18,3%, el Índice General del Precio de las Acciones (IGPA) de Chile: 8,7%, y por el lado de las bajas, se destacaron el Índice de la Bolsa de Valores del Estado de San Pablo (Bovespa) de Brasil y el Índice del Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) de Argentina que cayeron 0,7% y 4,9%, respectivamente.

Los *spreads* de la deuda externa soberana de los países emergentes, medidos por la familia de índices EMBI, cayeron en el período. En particular, el índice EMBI+, que agrega los instrumentos más relevantes de la totalidad de la deuda externa emergente, cayó cerca de 13 puntos básicos (p.b.). En el caso de América latina, la baja fue de 11 p.b. liderado por la contracción en los *spreads* de Argentina que se redujeron en 43 p.b. y los de Brasil que se contrajeron 21 p.b..

**Gráfico VII.22**  
**Curvas de Rendimiento en Dólares**

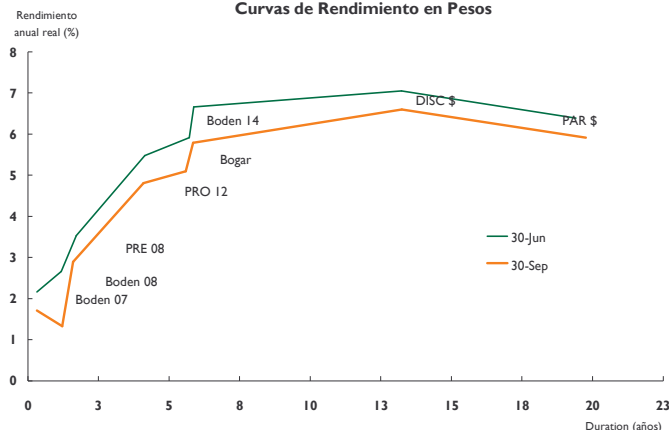


Fuente: Elaboración propia en base a datos de IAMC

Las curvas de rendimientos de deuda Argentina se desplazaron hacia abajo, en mayor medida por la baja de los rendimientos a lo largo de la curva del Tesoro de EE.UU., y en parte por la evolución de las principales variables económicas locales. La mejora en dichas variables, se plasmó en la suba de la calificación crediticia llevada a cabo por la agencia *Fitch*, el 1º de agosto. La mejora en la nota crediticia incluyó a la deuda externa (Ley Extranjera) denominada en dólares y a la deuda doméstica (Ley Argentina) denominada en moneda extranjera y en moneda local. La curva de rendimientos denominada en dólares, se desplazó en todos los tramos hacia menores niveles, llevando el rendimiento del *Discount* (DISC) en dólares a 8,78% a fines de septiembre desde 9,4% registrado en junio (ver Gráfico VII.22). En el caso de la curva en pesos indexada al Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), se observó un desplazamiento paralelo a lo largo de los distintos plazos. En efecto, a modo de ejemplo, el rendimiento real del DISC en pesos fue de 6,6% a fines de tercer trimestre, mientras que a fines de junio el rendimiento real era de 7,1% (ver Gráfico VII.23). Las valoraciones de las unidades vinculadas al PIB (UVP) tanto en pesos como en dólares, expresadas en su moneda original,

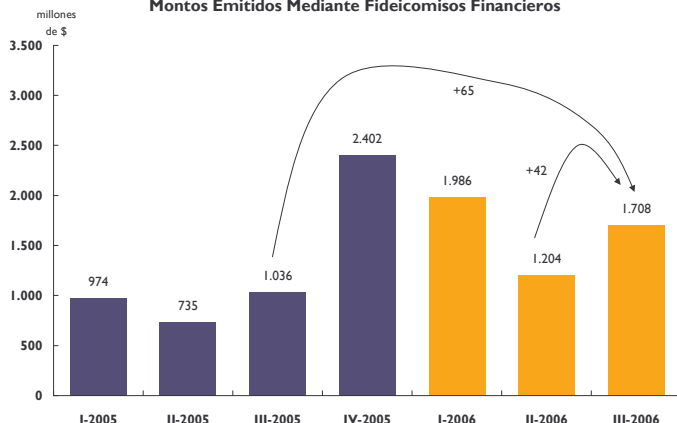
<sup>34</sup> Morgan Stanley Capital International

**Gráfico VII.23**  
Curvas de Rendimiento en Pesos



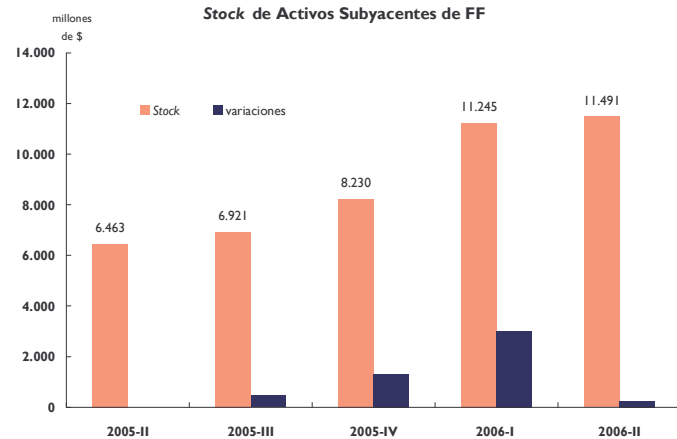
Fuente: Elaboración propia en base a datos de IAMC

**Gráfico VII.24**  
Montos Emitidos Mediante Fideicomisos Financieros



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNV y BCBA

**Gráfico VII.25**  
Stock de Activos Subyacentes de FF



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNV y BCBA

se incrementaron cerca de 14% en el trimestre, básicamente como consecuencia del crecimiento económico sostenido, desempeño que se espera continúe en el futuro, dado que sus pagos son contingentes tanto a la tasa de crecimiento del PIB, como al nivel del mismo (con referencia al escenario base del canje).

Los volúmenes diarios operados en el mercado de deuda soberana y en el mercado bursátil tuvieron una evolución disímil en el período. Mientras que los volúmenes negociados en el mercado de deuda soberana mantuvieron la tendencia creciente que había comenzado en abril, los volúmenes operados en el mercado bursátil se mantuvieron bajos. Específicamente, en el mercado de deuda soberana se transaron diariamente \$1.055 millones en promedio, en contraste con los \$881 millones transados en el trimestre previo, mientras que en el mercado bursátil se operaron diariamente cerca de \$37 millones en promedio, un monto muy inferior a los \$71 millones transados en el segundo trimestre.

En el tercer trimestre de 2006, el Gobierno Nacional emitió deuda que en valor nominal ascendió a US\$1.482 millones, y en valor efectivo fue de US\$1.350 millones. Fueron tres licitaciones, en la que se emitieron Boden 12 y Bonar V, y se realizó la primera emisión de Bonar VII. El costo promedio de la cartera emitida en el trimestre fue de 8.43%, ó 348 p.b. sobre un instrumento comparable de la curva de bonos del Tesoro de EE.UU.. La vida promedio del capital ascendió a casi 5 años de plazo.

El patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) aumentó \$745 millones en el trimestre. Si bien el índice Bovespa y el Merval evidenciaron bajas en el período, el patrimonio de los fondos de renta variable se incrementó \$750 millones. Dicho aumento fue impulsado principalmente por la disminución en la volatilidad de los índices de los mercados emergentes en el tramo final del trimestre y por una mejora en las expectativas respecto del mercado brasileño. Por su parte los fondos de renta fija evidenciaron una suba cercana a los \$330 millones en su patrimonio. Este incremento se explica por una mejora en las cotizaciones de los títulos públicos tanto de corto como de largo plazo. En el caso de los fondos de *money market* su patrimonio disminuyó \$340 millones en el trimestre. La Comisión Nacional de Valores (CNV) emitió una norma que estipula que los fondos de *money market* deberán incrementar de forma gradual la proporción de activos valuados a mercado y disminuir la de activos valuados a devengamiento que mantienen en cartera.

La colocación de Fideicomisos Financieros (FF) ascendió en el trimestre a \$1.700 millones, resultando superior en 42% a la del período anterior y en 65% a la de igual trimestre de 2005 (ver Gráfico VII.24).

Los activos subyacentes más sobresalientes en el período fueron las financiaciones al consumo (préstamos personales y cupones de tarjetas de crédito en conjunto), que representaron el 70% del total emitido. Le siguieron los préstamos hipotecarios (11%) y títulos públicos (6%). Con respecto al trimestre anterior, todos los tipos de subyacentes evidencian un mayor nivel de securitizaciones, pero se destacan en mayor medida las letras de cambio (220%) y los préstamos hipotecarios (170%). Entre los fiduciarios (quienes transfieren parte de su cartera de activos) operaron principalmente

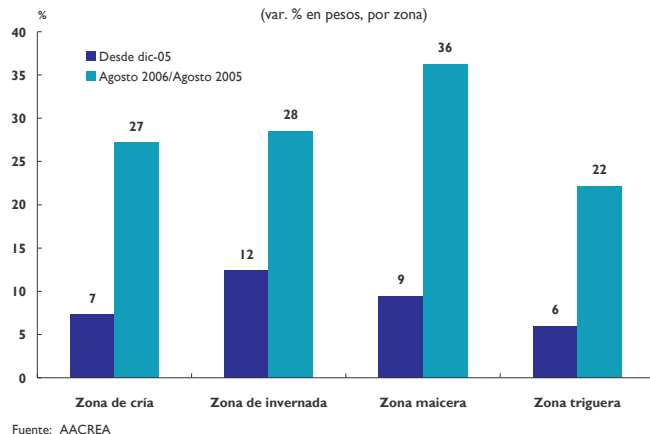
las entidades financieras reguladas por el BCRA (44%) y aquellas otras no reguladas (40%).

La *duration* promedio del total de FF emitidos hacia fines del trimestre fue de 18 meses, más que duplicando a la del período anterior, debido a la participación de préstamos hipotecarios y títulos públicos como subyacentes. También la *duration* promedio de FF con cupones de tarjetas de crédito como subyacentes se triplicó hasta llegar a 12 meses. En cambio, la de préstamos personales como subyacentes se mantuvo invariante en 6 meses.

Hacia el segundo trimestre del 2006 (último dato disponible) el *stock* de subyacentes ascendió a cerca de \$11.500 millones, experimentando un incremento de apenas 2% (ver Gráfico VII.25). La exigua variación, con relación a las registradas en períodos pasados, se explicaría por la abundante securitización de financiaciones al consumo (en especial préstamos personales) y la corta vida promedio de dichos activos, de tal forma que las liquidaciones de FF a lo largo del segundo trimestre habrían contrarrestado el efecto de las nuevas emisiones en el *stock* de subyacentes.

Los precios en el mercado inmobiliario se mantuvieron en línea con la evolución de los trimestres anteriores. En particular, al comparar contra el mismo período del año previo, las valuaciones de los campos en la zona maicera se incrementaron 36% (ver Gráfico VII.26), la zona de invernada se incrementó 28%, mientras que la zona de cría y la triguera lo hicieron 27% y 22%, respectivamente. Asimismo, al comparar con respecto a fines del año anterior, se destaca el incremento de tierras de la zona de invernada en 12%, que fue la que más ganó en términos de valuación.

**Gráfico VII.26**  
Valores de los Campos  
(var. % en pesos, por zona)



### Apartado 3. Esterilización monetaria, un mecanismo para consolidar la estabilidad

La política de esterilización implementada por el BCRA en los últimos años, ha permitido mantener los agregados monetarios dentro de los rangos programados, logrando que la política de acumulación de Reservas Internacionales sea sustentable en el tiempo y compatible con un sistema monetario-financiero estable, robusto y previsible. Los resultados obtenidos evidencian la consistencia que han venido mostrando ambos mecanismos (acumulación y esterilización). En los últimos dos años, el BCRA recompuso reservas por US\$ 19.000 millones y los agregados monetarios se mantuvieron dentro de los rangos previstos por el Programa Monetario, preservándose el equilibrio macroeconómico.

La estrategia de acumulación de reservas permitió cancelar anticipadamente US\$9.530 millones de la deuda mantenida con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y recomponer el *stock* en los nueve meses posteriores. En dicho período las reservas crecieron 51,4%, recuperándose la totalidad de los activos utilizados. La magnitud y velocidad con que se repuso ese acervo no repercutió sin embargo en la expansión monetaria: el M2 (circulante en poder del público, depósitos en cuenta corriente y depósitos en caja de ahorro en pesos) mostró una reducción de 5 puntos porcentuales (p.p.) en su tasa de variación interanual, aumentando sólo \$8.500 millones (8%) en ese período. El control del crecimiento de los agregados monetarios es el reflejo directo de la política de esterilización que lleva adelante el BCRA. ¿En qué consiste básicamente la política de esterilización? ¿Cuáles son los costos y beneficios que esta política conlleva?

La ‘esterilización’ consiste en operaciones financieras que realiza el BCRA para compensar el efecto monetario de la compra o venta de moneda extranjera; en otras palabras, para absorber los pesos que emite la entidad monetaria por la compra de dólares (o expandir los que contrae cuando vende dólares). Cuando el BCRA adquiere dólares, emite pesos. Como esa emisión de pesos incrementa la oferta primaria de dinero (Base Monetaria), si esta emisión superara al aumento de la demanda, debería ser absorbida en forma prudente para evitar posibles efectos sobre la trayectoria de los precios. Para contrarrestar este efecto, el BCRA disminuye la oferta monetaria vía esterilización, o absorción de los pesos emitidos. Esta esterilización, se lleva adelante actualmente a través de distintos mecanismos:

- 1) Cancelación anticipada de redescuentos otorgados durante la crisis de 2001-2002 (este fue uno de los principales factores de contracción monetaria en 2005 y está siendo uno de los más importantes factores de contracción en 2006).
- 2) Colocación de pasivos no monetarios de corto y mediano plazo (Letras y Notas del Banco Central -LEBAC y NOBAC-).
- 3) Colocaciones netas de pasivos pasivos. Mediante este instrumento el BCRA capta dinero del mercado a corto plazo con garantía de títulos, y ayuda al mismo tiempo a establecer una tasa de interés de referencia.
- 4) Venta de títulos públicos en cartera del BCRA (instrumentado ocasionalmente).
- 5) Modificaciones en el régimen de encajes.

#### Elección de un ancla

Una inconsistencia macroeconómica, muy discutida dentro de la literatura económica, se resume en el postulado de la ‘Trinidad Imposible’ de la macroeconomía abierta. Según este postulado, que floreció luego de la crisis que sufrieron los países emergentes durante los años 90, en presencia de libre movilidad de capitales no sería posible tener un tipo de cambio fijo y al mismo tiempo implementar una política monetaria independiente. Se recomienda a la autoridad monetaria elegir sólo un ancla, como podría ser el nivel general de precios, el tipo de cambio, la tasa de interés o el control de algún agregado monetario. En Argentina, donde como en otros países hay un debate importante acerca del rol desestabilizador que han tenido los movimientos bruscos de capitales en las economías emergentes, y donde persisten ciertas restricciones para morigerar la volatilidad asociada a este tipo de acontecimientos, el BCRA ha elegido como ancla nominal el control de los agregados monetarios en el marco de una política de acumulación de Reservas Internacionales con fines prudenciales.

El punto central en este esquema, es que lo que interesa verdaderamente en una economía como la Argentina hoy, no es cuántos pesos emite a diario el BCRA para realizar las operaciones de compra de divisas, sino cuánto de ello se esteriliza. La política de esterilización que se está llevando adelante permite satisfacer en forma adecuada la demanda de dinero al retirar los pesos excedentes en la economía. Por ejemplo, entre enero y septiembre de 2006 se llevan esterilizados \$21.097 millones (ver Gráfico N° 1). De esos retiros, \$8.363 millones se hicieron a través de la colocación de títulos, \$6.256 millones se esterilizaron a través del cobro de redescuentos, y otros \$60 millones se realizaron vía operaciones secundarias como la venta de títulos en cartera. Una vía de esterilización importante en esos meses, fueron las modificaciones realizadas en la política de encajes y en la desafectación de efectivo de las entidades bancarias, que permitieron esterilizar \$4.400 millones. Paralelamente, un Sector Público superavitario acompañó este proceso a través de operaciones realizadas básicamente para realizar pagos de deuda, que contribuyeron en otros \$4.457 millones a mantener bajo control el crecimiento monetario (ver Cuadro N° 1).



El control de los agregados monetarios constituye actualmente el ancla nominal con el cual el BCRA actúa sobre los precios y las expectativas de inflación de la población. En este esquema de control, la política de esterilización permite absorber los excesos de liquidez de acuerdo a la evolución de la demanda de dinero y a las metas previstas en el Programa Monetario vigente. Y como ocurre con la acumulación de reservas, la política de esterilización también conlleva un claro signo prudencial al imponer un límite cuantitativo al crecimiento de los agregados monetarios.

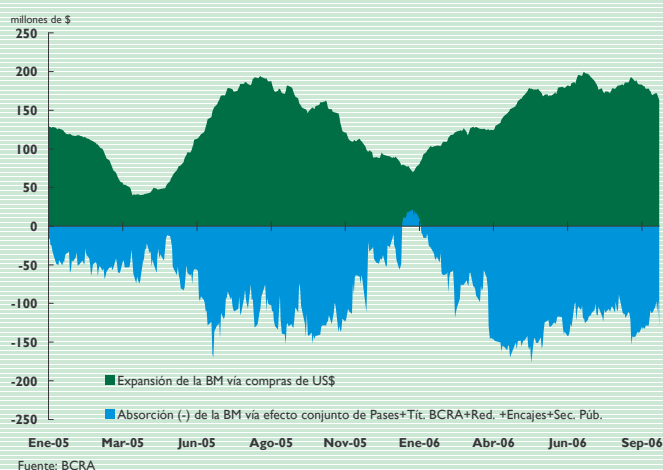
Es cierto que la aplicación conjunta de políticas de acumulación de reservas y esterilización podría arrojar costos, determinados por ejemplo, por el diferencial de las tasas que se ganan por la inversión de las reservas y las que se deben pagar por la emisión de LEBAC y NOBAC. La literatura económica reconoce generalmente al menos tres costos inherentes a la esterilización de Reservas Internacionales, derivadas de las presiones al alza que podría generar sobre las tasas de interés internas: i) el riesgo de un impacto negativo sobre la inversión y el crecimiento, ii) la posibilidad que estimule en demasía la entrada de capitales de corto plazo; y iii) las eventuales pérdidas cuasi-fiscales.

**Cuadro N° 1: Factores de Explicación de la Base Monetaria  
Costos y Beneficios**

Flujos Promedio Enero - Septiembre	2006	
	millones \$	% de las compras US\$
Sector Externo Privado	30.030	100
Sector Financiero	-6.256	-21
Pases	2.440	8
Sector Público	-4.457	-15
LEBAC y NOBAC	-8.363	-28
Otros	-60	0
Efecto Cambios de Encajes + Desafectación Efectivo	-4.400	-15
<b>Esterilización total</b>	<b>21.097</b>	<b>70</b>

Fuente: BCRA

**Gráfico N° 1: Compras de Divisas y Esterilización**



En Argentina, las tasas de interés tanto nominales como reales en niveles históricamente bajos (especialmente las activas), el fuerte crecimiento económico y el rol de la inversión dentro del actual ciclo expansivo del PIB, son indicios de que ni la acumulación de reservas ni las esterilizaciones están afectando el nivel de actividad. En cambio, el mayor nivel de Reservas Internacionales sí provoca la caída en el riesgo soberano y el costo de financiamiento de las empresas. En el segundo caso, a las bajas tasas de interés se suman las restricciones que perduran sobre el ingreso de capitales que amortiguan cualquier incentivo al ingreso de capitales de corto plazo. Y frente al tercer posible costo, hay factores que vuelven la ecuación costo-beneficio a favor de la actual política: por un lado, el superávit cuasifiscal que muestra el BCRA es una evidencia concreta de que los ingresos obtenidos por el rendimiento tanto de los activos externos (reservas) como de los activos internos (bonos y redescuentos) están más que compensando a los costos financieros derivados de la emisión de letras y notas u otros pasivos. En 2005 el resultado cuasifiscal fue un superávit de \$2.600 millones, producto de ingresos (intereses y ajustes por Coeficiente de Estabilización de Referencia -CER- de los redescuentos, intereses sobre las Reservas Internacionales y los derivados de las tenencias de títulos públicos) que ascendieron a \$5.200 millones y de egresos (intereses y ajustes CER sobre LEBAC y NOBAC, primas sobre las operaciones de pases, remuneraciones sobre las cuentas corrientes en el BCRA y aportes al Tesoro) que totalizaron \$2.600 millones. En 2006 volverían a registrarse resultados superavitarios, profundizándose el fortalecimiento patrimonial de la entidad.

En síntesis, la política combinada de acumulación de reservas y esterilización monetaria incrementa la confianza en la economía interna y reduce la vulnerabilidad del país. Este es uno de los principales reaseguros que puede tener una economía que ha sido sistemáticamente golpeada por los sucesos en la economía internacional: la protección frente a eventuales *shocks* externos, garantizando así la estabilidad y previsibilidad cambiaria y financiera, ya no de corto plazo, sino de mediana y larga duración.





## VIII. INFLACIÓN

### VIII.1 Síntesis

La inflación minorista continuó con la desaceleración iniciada al comienzo de 2006. En el tercer trimestre del año el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una suba de 2,1%, cifra menor a la proyectada por el mercado y a la registrada en igual período del año pasado (2,6%). Con esta evolución, en los primeros nueve meses del año, el IPC acumuló un incremento de 7,1%, marcando un descenso frente a igual lapso de 2005 (8,9%) y se verificó una reducción en la tasa interanual (i.a.) desde 12,3% observado en diciembre pasado a 10,4% en septiembre.

La evolución del IPC Resto (aproximación a la inflación subyacente) continuó con su contribución a la reducción en la inflación. En los primeros nueve meses de 2006 la variación acumulada descendió hasta 7,7%, tras alcanzar 10,3% en el mismo período de 2005. Este comportamiento se produjo por menores alzas en los valores de los bienes y la estabilidad en las variaciones de los servicios que componen el subíndice.

Por su parte, los precios de los productos estacionales y/o volátiles también evidenciaron cierta desaceleración en su trayectoria de crecimiento interanual, aunque con tasas todavía elevadas. Así, hasta septiembre el subíndice acumuló una suba de 10,6%, similar a la alcanzada en los mismos meses del año pasado.

Los aumentos en las tarifas de algunos servicios implicaron una leve aceleración en el subíndice de bienes y servicios regulados o con alto componente impositivo. De todos modos, este componente continuó exhibiendo tasas de variación moderadas (2,3% acumulado desde diciembre frente a 2,7% en igual período de 2005), contribuyendo junto con el IPC Resto a mantener la inflación contenida.

En este contexto, las expectativas de inflación para 2006 continuaron descendiendo. De acuerdo al Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM), el mercado prevé que la inflación minorista se sitúe en 9,8% a fin de año, marcando un nuevo descenso respecto al 11,4% esperado en junio y al 13% de enero. Para lo que resta del año, las variaciones mensuales exhibirían una leve aceleración, vinculada mayormente a cuestiones estacionales. No obstante, aún incorporando algunas subas puntuales, la inflación interanual continuaría descendiendo para finalizar el año dentro de las bandas de 8% a 11%, previstas en el Programa Monetario 2006 (PM 2006). En 2007, la evolución de los precios minoristas seguiría un comportamiento similar al de este año, en un marco dónde la disminución de la inflación continuará vinculada a que las políticas fiscal y de ingresos, junto con el cambio de sesgo de la política monetaria implementado desde 2005 y los rezagos naturales que tiene sobre el nivel general de precios, contribuyan a que se sigan reduciendo las expectativas inflacionarias.

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

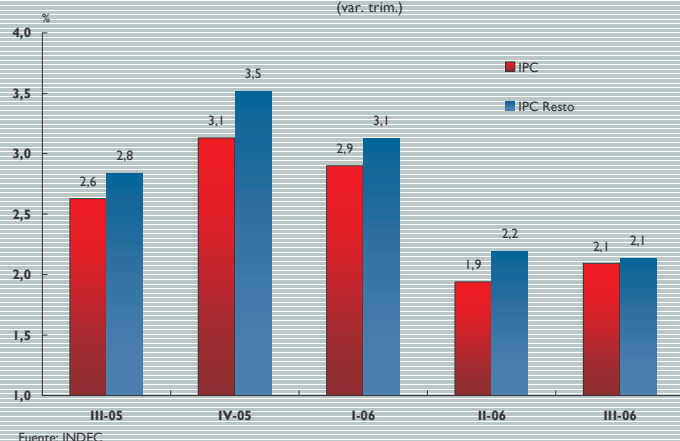
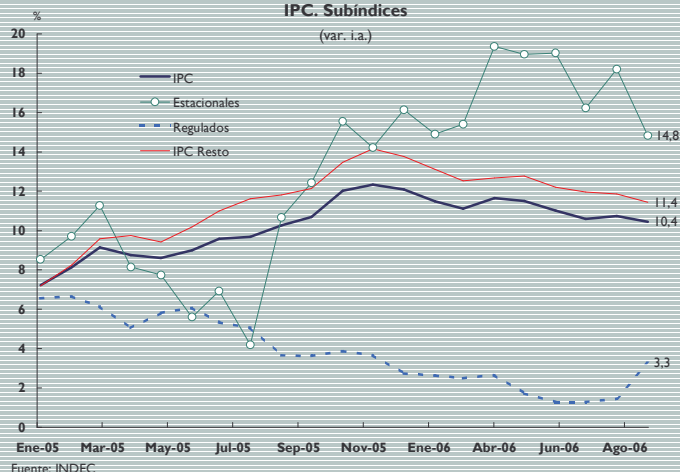


Gráfico VIII.2  
IPC. Subíndices  
(var. i.a.)



Cuadro VIII.1

IPC. Variaciones e Incidencia por subíndice  
(en %)

	Ponderación	Sep-06/Sep-05 Var %	Sep-06/ Dic-05			Sep-06/Jun-06		
			Var %	Var % mensualizada	Incendencia	Var %	Var % mensualizada	Incendencia
IPC	100%	10,4%	7,1%	0,8%	0,8%	2,1%	0,7%	0,7%
Estacionales	10,9%	14,8%	10,6%	1,1%	0,1%	3,4%	1,1%	0,1%
Ropa Exterior	3,4%	21,6%	13,0%	1,4%	0,0%	1,6%	0,5%	0,0%
Regulados	15,5%	3,3%	2,3%	0,3%	0,0%	1,0%	0,3%	0,1%
Total	1,3%	22,2%	10,0%	1,2%	0,0%	7,2%	2,2%	0,0%
IPC resto	73,7%	11,4%	7,7%	0,8%	0,6%	2,1%	0,7%	0,5%
IPC Resto Servicios	28,9%	17,9%	12,9%	1,4%	0,4%	4,2%	1,4%	0,4%
IPC Resto Bienes	44,8%	7,6%	4,5%	0,5%	0,2%	0,8%	0,3%	0,1%
Carnes	9,0%	6,9%	-0,6%	-0,1%	0,0%	0,3%	0,1%	0,0%
IPC Resto Bienes s/Carnes	35,8%	7,8%	5,8%	0,6%	0,2%	1,0%	0,3%	0,1%
Productos lácteos	4,1%	3,3%	0,9%	0,1%	0,0%	-0,3%	-0,1%	0,0%
Medicina Prepaga	4,0%	17,3%	9,9%	1,0%	0,0%	2,9%	1,0%	0,0%
Colegios	2,5%	30,5%	25,7%	2,7%	0,1%	9,9%	3,1%	0,1%
Otros	25,1%	4,1%	3,4%	0,4%	0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

## VIII.2 Precios Minoristas

La inflación minorista continuó desacelerándose en el tercer trimestre del año, acompañada por nuevas correcciones en las expectativas del mercado. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) acumuló una suba de 2,1% en el período julio-septiembre, que implicó un alza de 7,1% en los primeros nueve meses del año. Estas cifras resultaron inferiores a las esperadas por el mercado y a las observadas en iguales períodos de 2005 (2,6% en el tercer trimestre y 8,9% en el acumulado hasta septiembre).

A fines del tercer trimestre los precios al consumidor registraron un incremento de 10,4% interanual (i.a.), tras haber alcanzado 12,3% i.a. en diciembre pasado, situación que se reflejó en una reducción de las expectativas inflacionarias para 2006. Según las proyecciones recopiladas por el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM), a comienzos de este año se esperaba que la variación de precios minoristas alcance en diciembre 13%, cifra que actualmente se ubica en 9,8% (ver Sección IX).

En la desaceleración de la suba de los precios minoristas fue fundamental la evolución del IPC Resto (aproximación a la inflación subyacente), que acumuló un aumento de 7,7% en lo que va del año, frente al 10,3% acumulado en igual período del año pasado. Este comportamiento fue acompañado por alzas moderadas en el componente regulado del IPC, que se incrementó 2,3% hasta septiembre de este año contra 2,7% en igual lapso de 2005. Así, la contención tanto del IPC Resto como del subíndice de precios regulados, permitió reducir el impacto sobre el IPC de las mayores subas acumuladas por los productos estacionales y/o volátiles. Este último grupo de bienes y servicios aumentó 10,6% desde diciembre pasado, comparado con el 10,0% verificado en los primeros nueve meses de 2005 (ver Cuadro VIII.1).

Las menores tasas de inflación en el IPC Resto se vieron reflejadas en tres aspectos: difusión, magnitud y persistencia. Por un lado, se verificó una menor cantidad de rubros que registraron subas de precios, de manera que el índice de difusión del IPC Resto continuó con la tendencia decreciente que se comenzó a observar en el trimestre previo. Este indicador pasó de 86,8% en marzo a 69,4% en septiembre, aunque todavía se mantiene en valores elevados en términos históricos (ver Gráfico VIII.3).

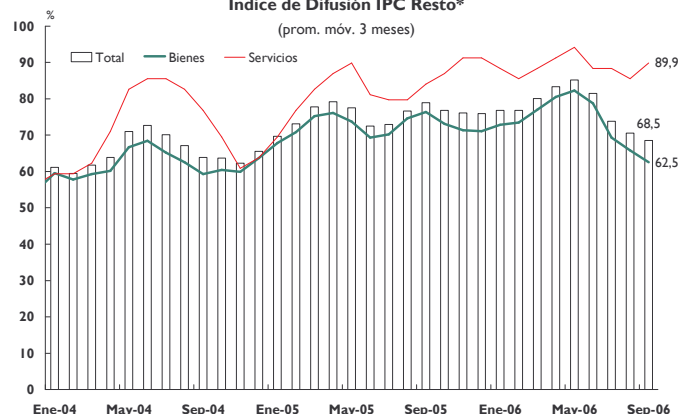
Por otro lado, los incrementos registrados en el IPC Resto fueron de menor magnitud, considerando el descenso en la mediana de las subas mensuales, especialmente en el caso de los bienes, que tras promediar 0,89% en mayo pasado retrocedió hasta 0,26% en septiembre (ver Gráfico VIII.4). En tercer lugar, la cantidad de rubros que evidencian alzas de precios de manera sostenida también disminuyó, reflejándose en una baja del índice de persistencia inflacionaria<sup>35</sup>, situación que se observó en los tres horizontes temporales evaluados. No obstante, este indicador aún se sitúa en valores históricamente elevados (ver Gráfico VIII.5).

La desaceleración en el IPC Resto se dio tanto en el componente de bienes como en el de servicios. La moderación de las subas mencionadas fue más significativa en el caso de los bienes, lo cual

Gráfico VIII.3

Índice de Difusión IPC Resto\*

(prom. móv. 3 meses)



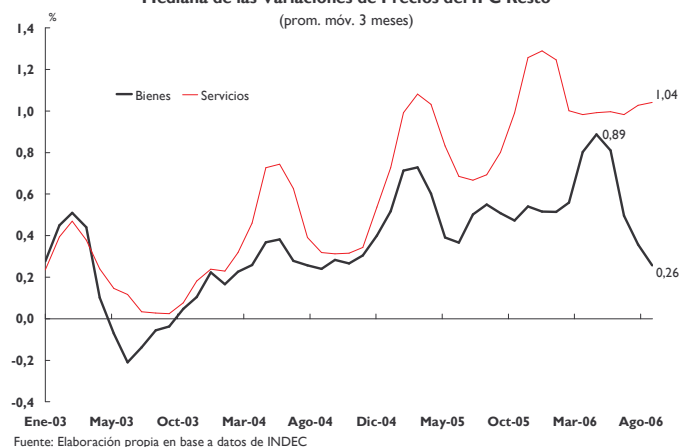
\* Productos que suben de precio sobre el total de 143, que componen el IPC Resto

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico VIII.4

Mediana de las Variaciones de Precios del IPC Resto

(prom. móv. 3 meses)

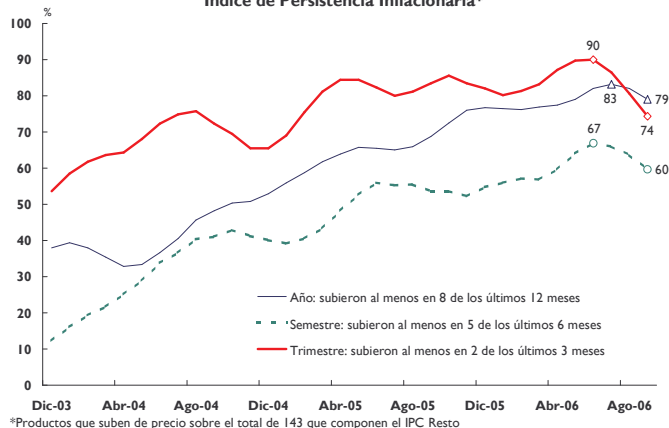


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

<sup>35</sup> El índice de persistencia inflacionaria evalúa cuántos de los 143 productos del IPC Resto registraron subas de manera repetida en un determinado período de tiempo. En el Gráfico VIII.5 se presentan los resultados tomando como referencia la persistencia de los aumentos de precios para tres, seis y doce meses.

Gráfico VIII.5

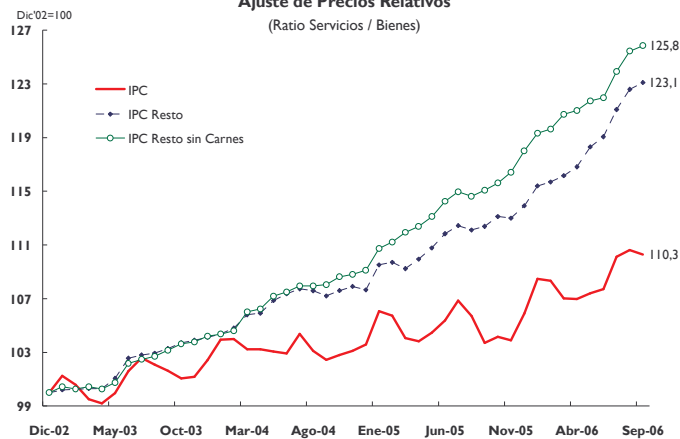
Índice de Persistencia Inflacionaria\*



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

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico VIII.6

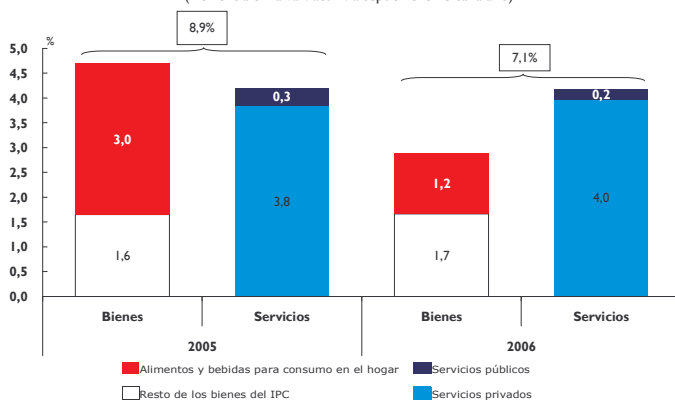
Ajuste de Precios Relativos  
(Ratio Servicios / Bienes)

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico VIII.7

IPC. Bienes y Servicios

(incidencia en la var. acum. a septiembre de cada año)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

contribuyó a que el ajuste de precios relativos a favor de los servicios siga vigente, como ocurre desde diciembre de 2002 (ver Gráfico VIII.6).

También, el subíndice de bienes y servicios regulados o con alto componente impositivo (Regulados) se mantuvo contenido en el trimestre. El alza de 1,0% del período julio-septiembre si bien implicó una leve aceleración en relación al comportamiento de los trimestres previos (0,5% en el segundo y 0,8% en el primero), se justificó por subas puntuales como la de la tarifa de taxis de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires ocurrida en agosto, que explicó 0,6 puntos porcentuales (p.p.) del alza trimestral de los precios Regulados.

En el caso de los bienes y servicios agrupados en el subíndice Estacionales (aquellos con una marcada estacionalidad y/o volatilidad), se destacó el descenso de la volatilidad de algunos de sus componentes. En particular, los rubros relacionados con turismo, las frutas y las verduras mostraron una menor dispersión en sus variaciones mensuales, en tanto que en indumentaria continuó operando el mismo ciclo de precios que en años anteriores, aunque los incrementos han sido más pronunciados. Así, el hecho de que las bajas fueran menores a las de años anteriores y las subas en algunos casos puntuales resultaran superiores, generó que la variación acumulada en el año sea mayor a la de 2005.

A nivel desagregado, la menor inflación en relación a los primeros nueve meses del año pasado se explicó principalmente por las subas de inferior magnitud en Alimentos y bebidas para consumo en el hogar. Hasta septiembre último aumentaron 3,8%, explicando 1,2 p.p. del alza del IPC, contribución inferior a la de igual lapso de 2005 (3 p.p.). Esto se debió, en gran parte, a la estabilidad que en promedio registró el precio de la carne vacuna, ya que tras encarecerse en el primer trimestre del año, exhibió una reducción de su precio en el segundo trimestre y luego se mantuvo estable en el período julio-septiembre. En tanto, en lo transcurrido del año los rubros Indumentaria y Esparcimiento han tenido una mayor incidencia en la inflación minorista que en 2005 (ver Gráfico VIII.7).

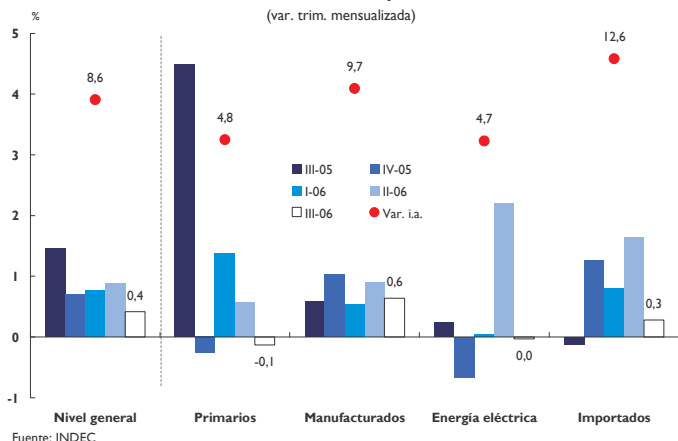
La dinámica de los precios de los alimentos determinó que la Canasta Básica Alimentaria (CBA) acumule una suba de sólo 1,8% hasta septiembre, menor al encarecimiento de 10,9% registrado hasta el tercer trimestre de 2005. Este fenómeno se reflejó en los indicadores de pobreza e indigencia, que en la primera mitad del año mostraron una nueva caída (ver Sección IV).

Para el cuarto trimestre se prevé una leve aceleración en las variaciones mensuales del IPC, vinculada mayormente a cuestiones estacionales, sobre todo en los rubros Indumentaria, Alimentos y bebidas y Esparcimiento. No obstante, aún incorporando algunas subas puntuales, la inflación interanual continuaría descendiendo para cerrar el año dentro de las bandas inflacionarias de entre 8% y 11% previstas en el Programa Monetario 2006 (PM 2006).

En 2007 la evolución de los precios minoristas seguiría una trayectoria similar a la del corriente año, donde la contención de las expectativas inflacionarias continuará subordinada tanto a las políticas fiscal y de ingresos, como al cambio de sesgo de la política

Gráfico VIII.8

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



monetaria implementada desde principios de 2005 y a los rezagos naturales que ésta tiene sobre el nivel general de precios.

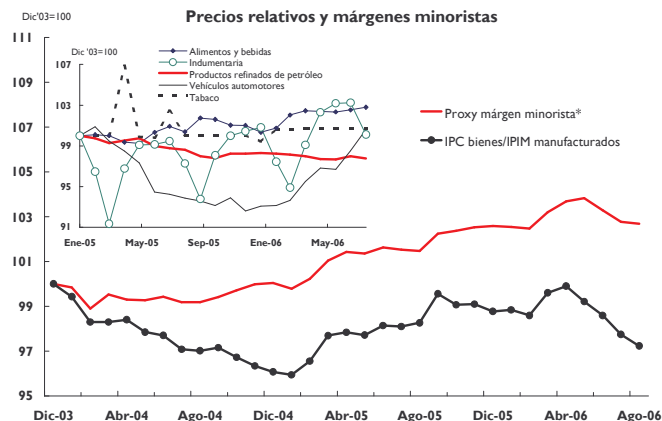
### VIII.3 Precios Mayoristas

La inflación mayorista mostró una importante desaceleración en los últimos meses. En el tercer trimestre de 2006 el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) se incrementó 0,4% en términos mensualizados, moderando su ritmo de crecimiento, luego de haber aumentado 0,9% en el segundo trimestre. De esta forma, los precios mayoristas subieron en septiembre 8,6% i.a., la tasa menos pronunciada en términos interanuales desde octubre de 2005 y la primera de un dígito de todo 2006. Así, en lo que va del año el IPIM acumuló un alza de 6,4%. Sin embargo, la desaceleración que muestra el Índice sigue muy relacionada a la evolución y volatilidad de los precios de los Productos primarios (ver Gráfico VIII.8).

En particular, las cotizaciones de los Productos primarios cayeron 0,1% mensual en promedio, tras haber aumentado 0,6% en términos mensualizados en el trimestre anterior. En términos interanuales se evidenció una desaceleración desde un máximo de 36,1% i.a. en enero pasado a 4,8% i.a. en septiembre. Esto se explicó, entre otros factores, por la reciente caída en los precios del petróleo crudo (2,5% en el trimestre), acompañando la tendencia que presentó su cotización en los mercados internacionales (ver Sección II).

Gráfico VIII.9

Precios relativos y márgenes minoristas

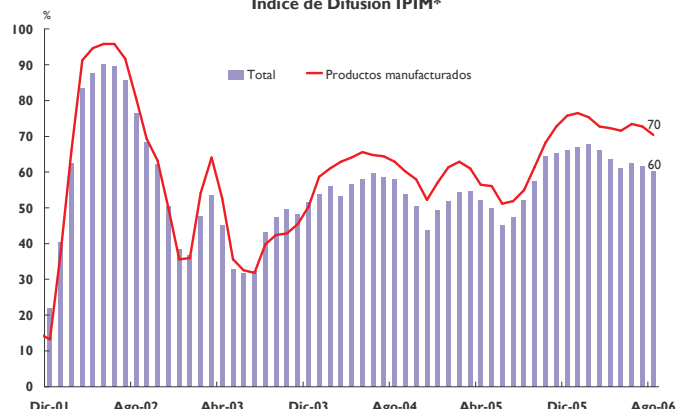


Adicionalmente, los precios del sector agropecuario se incrementaron 0,7% en el trimestre, luego de haber registrado un descenso de 1,5% en el período previo (promedio mensual del trimestre). La suba obedeció, en parte, al alza de 2,9% en los precios del ganado vacuno, aunque en el año acumulan una caída de 11,4% que ayudó a contener los precios de las carnes rojas a nivel minorista. Los precios del resto de los componentes del rubro (Cereales, Oleaginosas, Frutas) se mantuvieron relativamente estables.

En el caso de los precios de los Productos manufacturados, el incremento de 0,6% promedio mensual en el tercer trimestre implicó una leve reducción en relación a lo observado en los trimestres anteriores. Las subas continuaron focalizadas en algunos rubros particulares como Maquinarias y aparatos eléctricos, Productos metálicos básicos, Máquinas y equipos, Productos metálicos excepto máquinas y Productos de caucho y plástico. Estos bienes no tienen una significativa incidencia en el consumo de los hogares por lo que, en alguna medida, no generarían presiones adicionales sobre el IPC.

Por otro lado, en los últimos meses se produjo un deterioro en la relación entre los subíndices IPC Bienes e IPIM Manufacturados (comúnmente utilizada como indicador de los márgenes minoristas), ubicándose en niveles incluso inferiores a los vigentes a inicios de 2003. Sin embargo, al observar la evolución del ratio entre el IPC Bienes y los precios mayoristas de los productos que tienen un rubro equivalente en el IPC Bienes (lo que constituye una mejor aproximación al margen minorista) la situación es diferente. En efecto, la caída reciente no alcanza a compensar la recomposición de márgenes verificada desde 2003. Así, en el caso de los rubros de mayor incidencia en el índice minorista (Alimentos y bebidas, Indumentaria, Cigarrillos) los márgenes estarían actualmente en niveles similares o superiores a los de dos años

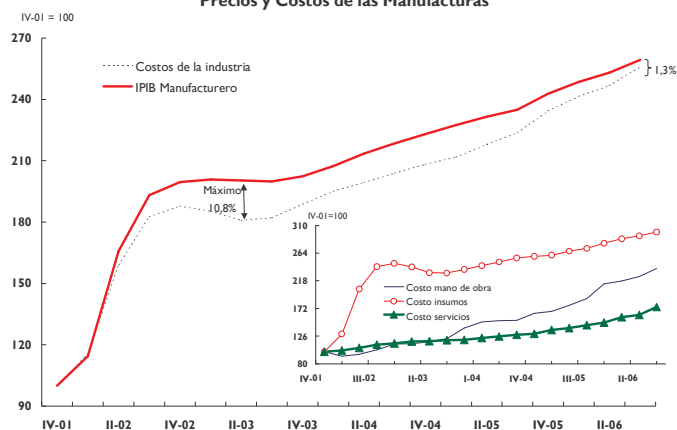
Gráfico VIII.10  
Índice de Difusión IPIM\*



\* Proporción de rubros a 3 dígitos que subieron de precio sobre los respectivos totales

Gráfico VIII.11

## Precios y Costos de las Manufacturas



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

atrás. Una excepción importante se da en el caso particular de Combustibles y lubricantes, donde los márgenes minoristas se encontrarían retrasados (ver Gráfico VIII.9).

Por su parte, el índice de difusión del IPIM continúa en niveles similares a los observados en el trimestre previo e inferiores a los alcanzados a comienzos de año, aunque aún se mantiene en valores elevados (70%). Además, se continuó verificando una mayor proporción de subas en los precios de los Productos manufacturados, en comparación con el total de los rubros relevados por el IPIM (ver Gráfico VIII.10).

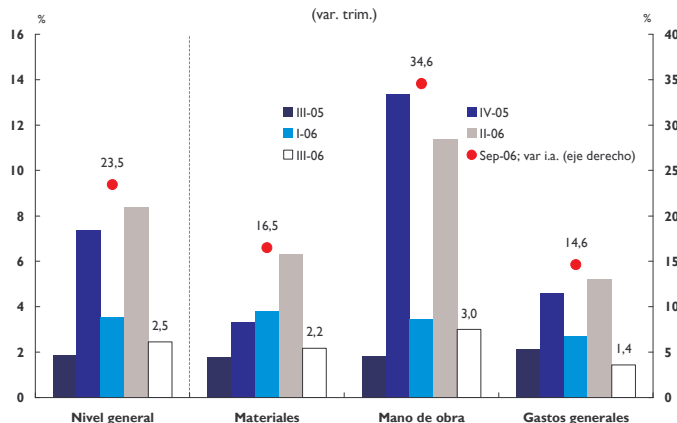
El rubro Energía eléctrica se mantuvo prácticamente sin cambios en el trimestre (-0,1%), dado que el Gobierno por el momento no dispuso nuevas recomposiciones tarifarias. En tanto, los Productos importados verificaron un incremento mensualizado de 0,3% en el trimestre, menor al observado en el trimestre anterior (1,6%). Esta inferior suba se produjo a pesar de la mayor depreciación del tipo de cambio nominal ocurrida entre julio y septiembre.

Para los próximos meses, la desaceleración que están mostrando los Productos primarios contribuiría a contener los precios mayoristas. No obstante, el aumento de los costos que estarían enfrentando los productores (principalmente influido por las subas salariales otorgadas en el primer semestre del año), podrían estar generando reducciones en la rentabilidad del sector manufacturero, lo que se puede transformar en el mediano plazo en una nueva ronda de incrementos de precios a nivel mayorista, con efectos a su vez sobre los comercios minoristas (ver Gráfico VIII.11).

Gráfico VIII.12

## ICC y Componentes

(var. trim.)



Fuente: INDEC

## VIII.4 Costos de la Construcción

En un contexto de expansión sostenida en la actividad de la construcción, el Índice del Costos de la Construcción (ICC) continuó creciendo a un ritmo muy elevado, finalizando el tercer trimestre con un alza de 2,5%. Asimismo, en términos interanuales el ICC verificó un incremento de 23,5% i.a., el mayor de los últimos tres años y medio, creciendo a tasas que duplican a las registradas en los precios minoristas y mayoristas (ver Gráfico VIII.12).

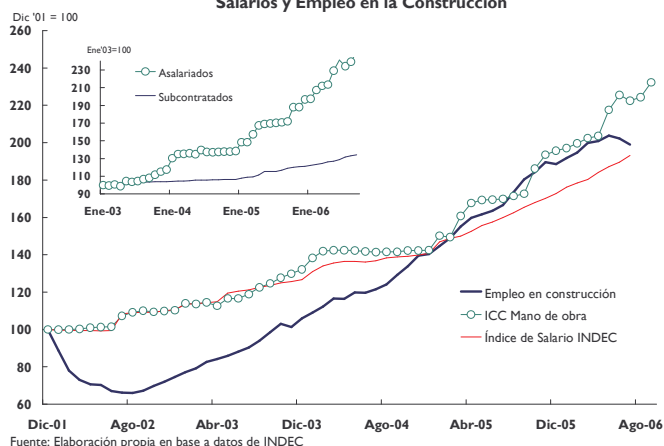
La suba del ICC continuó generalizada a todos los componentes del índice, aunque siguió liderada por el encarecimiento de la Mano de obra (3% trimestral), acompañado por los Materiales (2,2% en el período), en parte vinculado al alza de precios de ciertos productos básicos, y el aumento en Gastos generales (1,4%).

En términos interanuales, la dinámica del ICC generó un nuevo incremento respecto al trimestre anterior, con el rubro Mano de obra (34,6% i.a.) creciendo muy por encima del Nivel general, en tanto que los Materiales (16,5% i.a.) y los Gastos generales (14,6% i.a.) mostraron alzas significativamente menores.

El aumento trimestral de 3% en el costo de la Mano de obra superó el registro de igual período de 2005 (1,8%). Esta situación estuvo determinada por el efecto residual de las negociaciones colectivas del sector, aunque también incidió la persistente demanda por trabajadores, en un marco de sostenido crecimiento de la actividad de la construcción, que hoy no presenta signos de interrupción en su tendencia. Además, esta situación se comenzó a reflejar en una

Gráfico VIII.13

## Salarios y Empleo en la Construcción

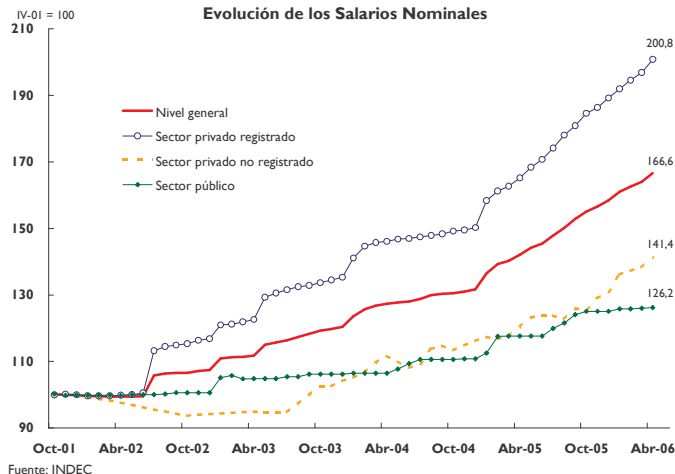


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



Gráfico VIII.14

Evolución de los Salarios Nominales



escasez relativa de trabajadores calificados (ver Gráfico VIII.13 y Sección III).

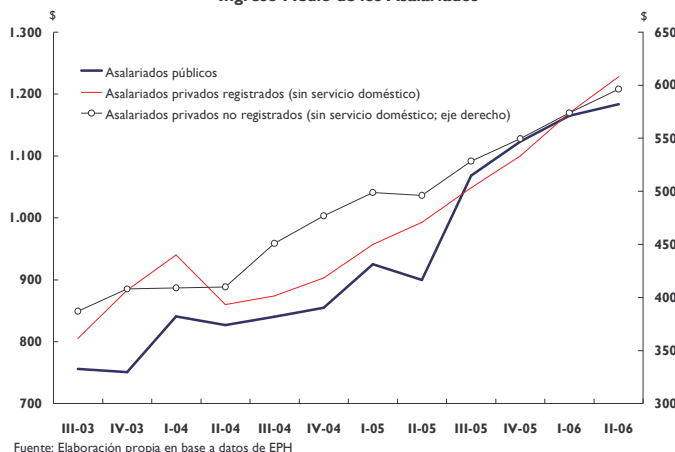
Los costos de los Materiales continuaron aumentando a tasas elevadas, ya que persistió el ajuste de los bienes que se mantenían más rezagados desde la salida de la crisis (Equipos para incendios, Aparatos de control eléctrico, entre otros), que fue reforzado por los incrementos en aquellos materiales que contienen una alta proporción de insumos transables (por ejemplo, Cables y conductores de media y baja tensión, Productos de cobre, plomo y estaño).

Por su parte, la suba trimestral de 1,4% en los Gastos generales resultó una de las más bajas desde el inicio del ciclo de expansión sectorial, moderando la firme trayectoria de crecimiento que venía mostrando en los últimos dos años.

La sostenida demanda por mano de obra en el sector (que se encuentra en niveles récord) y las restricciones de capacidad que comienzan a surgir en la producción de algunos materiales, hacen prever que la tendencia alcista del ICC mantenga su ritmo en los próximos meses.

Gráfico VIII.15

Ingreso Medio de los Asalariados



## VIII.5 Salarios

Los salarios nominales siguieron su tendencia ascendente, a partir del impulso generado por los convenios colectivos negociados en la primera mitad del año en diferentes sectores del ámbito privado y público. De esta forma, el incremento de los salarios de la economía en el tercer trimestre sería superior a 5%, situándose por encima de la inflación minorista y constituyéndose en la mayor variación nominal desde el primer trimestre de 2005, cuando se hizo efectiva la última suba no remunerativa de \$100 a los empleados privados registrados y públicos con salarios inferiores a \$1.250 otorgada por el Decreto N° 2005/2004. En términos interanuales, el incremento acumulado se sitúa en torno a 18% aunque existe una importante heterogeneidad entre los distintos segmentos laborales (ver Gráfico VIII.14).

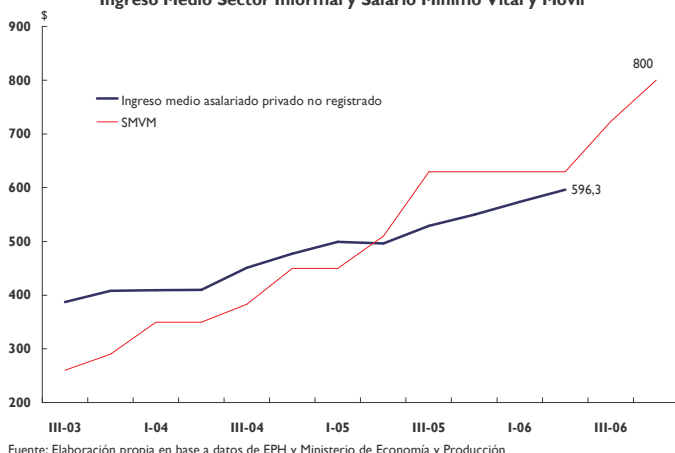
En el sector privado registrado, el alza de los salarios continuó siendo elevada a partir de la entrada en vigencia de las subas escalonadas acordadas en el primer semestre. En lo que resta de 2006 se espera que siga operando lo acordado en los convenios, aunque con menor fuerza, dado que recién a principios de 2007 se negociarían las nuevas paritarias.

En el caso de los salarios de los empleados del sector público, que concertaron un alza similar a las acordadas para las remuneraciones privadas formales, impactó en forma plena la suba otorgada, que se había desdoblado para junio y agosto en la Administración Pública Nacional<sup>36</sup> y en algunas provincias, y en julio y septiembre para las fuerzas de seguridad (ver Gráfico VIII.15).

Por su parte, luego de liderar en el primer semestre el alza de los salarios, los ingresos del sector asalariado informal también exhibirían una suba nominal en la segunda mitad del año pero de

Gráfico VIII.16

Ingreso Medio Sector Informal y Salario Mínimo Vital y Móvil



<sup>36</sup> El Decreto N° 679/2006 homologa el Acta Acuerdo del 12 de mayo de 2006 que establece incrementos a las retribuciones mensuales normales, regulares y permanentes de 10% a partir del 1/6/06, y de 9% sobre el salario inicial a partir del 1/8/06 para los empleados de la Administración Pública Nacional.

<sup>36</sup> Los Decretos N° 1.095/2006 y 1126/2006 crean un adicional transitorio, no remunerativo y no bonificable de 10% a partir del 1/7/06; y de 9% sobre el salario inicial a partir del 1/9/06 para los empleados de las fuerzas armadas y de seguridad.



inferior magnitud. El menor ritmo de crecimiento de estos salarios estaría relacionado con el incremento de la oferta laboral (ver Sección IV). No obstante, este efecto podría ser compensado por la entrada en vigencia de un nuevo Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM), que llegaría a \$800 a partir de octubre (ver Gráfico VIII.16).

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

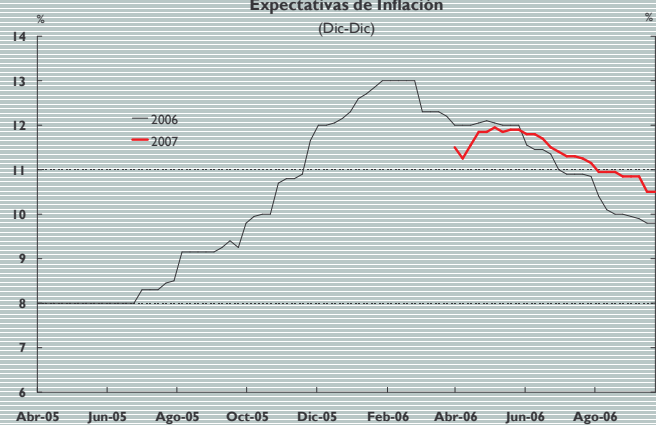
### IX.1 Síntesis

Las expectativas de inflación minorista continuaron reduciéndose durante el tercer trimestre y la mediana de los pronósticos para 2006 se ubicó en 9,8%, 1,6 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de lo esperado en junio, alcanzando el mínimo registro en lo que va del año. De esta manera, la inflación minorista en diciembre se ubicaría en valores de un dígito y dentro de las bandas previstas en el Programa Monetario 2006 (PM 2006; 8-11%). También disminuyeron las expectativas de inflación para los próximos doce meses y la mediana se situó en 10,3%, resultando 1,2 p.p. inferior al valor difundido en el anterior Informe de Inflación. Además, la estimación del REM para 2007 cayó 1 p.p. y se ubicó en 10,5%.

Las previsiones de crecimiento real de la economía subieron luego de conocerse los datos de Producto correspondientes al segundo trimestre y el REM espera que el PIB aumente 8% en 2006, 1,5 p.p. por sobre el crecimiento esperado a principios de año. Además, en los últimos tres meses la mediana de las previsiones para 2007 subió 0,3 p.p. y alcanzó a 6,3%. El aumento de las expectativas de crecimiento fue impulsado por una nueva suba en los pronósticos de Consumo e Inversión, que alcanzaron 7% y 18,1% para 2006 y 5,9% y 13% para 2007, respectivamente.

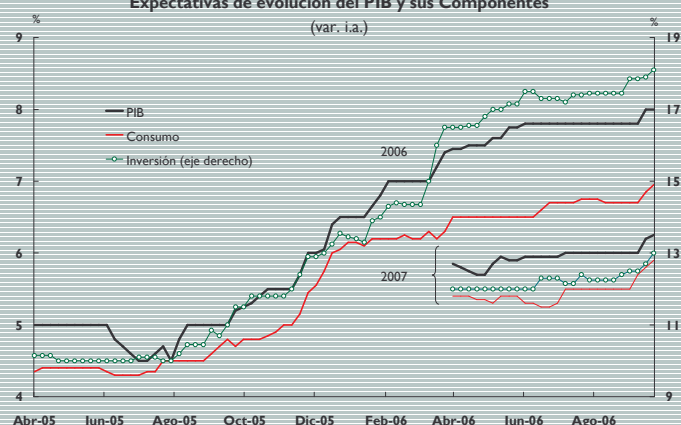
Los pronósticos de Depósitos y Préstamos exhibieron una trayectoria ascendente tanto en términos nominales como en porcentaje del PIB. De acuerdo con las estimaciones del REM, los Depósitos representarían 18,5% del PIB en 2006 para luego ubicarse en 18,6% del PIB en 2007. Por su parte, los Préstamos escalarían de 9,9% del PIB en 2005 a 11,2% en 2006 y a 11,7% en 2007. En cambio, las estimaciones de M2 mostraron un sesgo descendente y se sitúan en 18,5% del PIB para 2006 y 2007. En términos nominales, el valor esperado de M2 a fin de año (\$119.300 millones) se encuentra dentro de la banda del PM 2006 (\$116.265 millones-\$126.222 millones).

**Gráfico IX.1**  
Expectativas de Inflación  
(Dic-Dic)



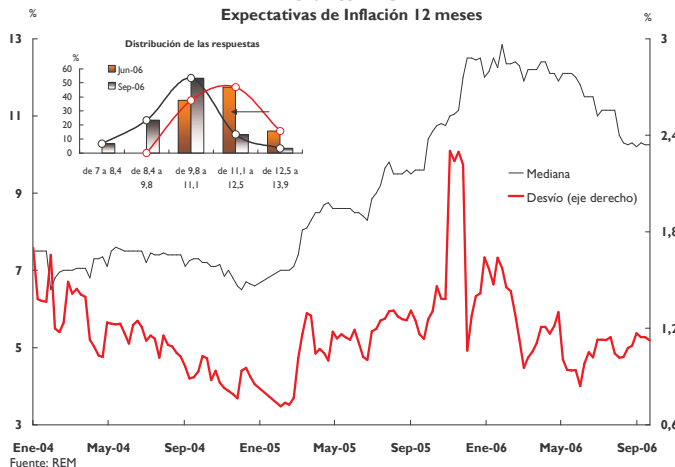
Fuente: REM

**Gráfico IX.2**  
Expectativas de evolución del PIB y sus Componentes  
(var. i.a.)



Fuente: REM

**Gráfico IX.3**  
Expectativas de Inflación 12 meses



## IX.2 Evolución y Principales Resultados

Las expectativas de inflación continuaron su evolución descendente por tercer trimestre consecutivo. La mediana de los pronósticos de variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) para 2006 se ubicó en 9,8%, 1,6 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del nivel proyectado en el **Informe de Inflación** anterior, variación que se encuentra dentro de las bandas del Programa Monetario 2006 (PM 2006; 8-11%). Las estimaciones de inflación del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) para este año no se habían situado en valores de un dígito desde septiembre de 2005, tras alcanzar un máximo de 13% en enero pasado (ver Gráfico IX.1).

La disminución de los pronósticos de inflación fue más marcada en las estimaciones de corto plazo, teniendo en cuenta que la inflación esperada para los próximos 12 meses y para 2007 disminuyó 1,2 p.p. y 1 p.p. a 10,3% y 10,5%, respectivamente (ver Gráficos IX.1, y IX.3).

La mediana de las proyecciones del Índice de Salarios para 2006 se mantuvo en 16,9%, y la variación del salario real implícita en las proyecciones del REM aumentó 1,5 p.p. a 6,5%, por efecto de la caída en los pronósticos de inflación. Para 2007, la previsión de aumento del Índice de Salarios cayó 0,4 p.p. a 15,1%, pero la estimación implícita de salarios reales aumentó 0,6 p.p. a 4,2%, por el mismo motivo. Así, el mercado espera una paulatina desaceleración del crecimiento de los salarios reales luego de que este indicador aumentara 7,1% en 2005 (ver Gráfico IX.4).

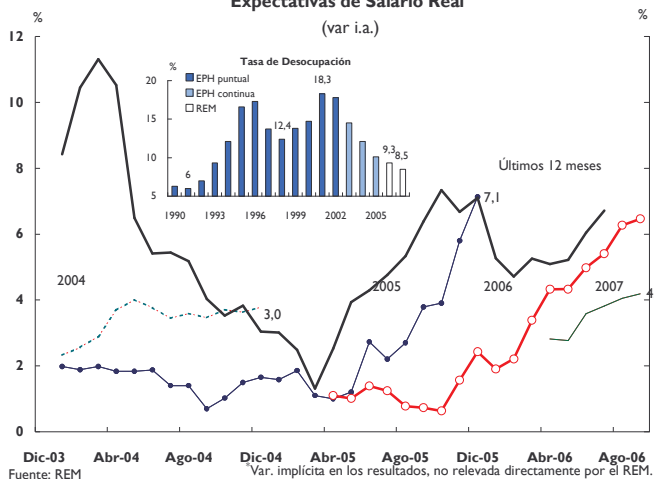
Por su parte, los pronósticos de Tasa de Desocupación no registraron modificaciones, situándose en 9,3% y 8,5% para fines de 2006 y 2007, respectivamente. Si bien las estimaciones del REM corresponden a la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) continua y los valores no son directamente comparables con la EPH puntual, la tasa de desempleo caería aproximadamente a la mitad del valor alcanzado en octubre de 2001 (ver Gráfico IX.4).

Las previsiones sobre la evolución del nivel de actividad económica para el año aumentaron nuevamente luego de conocerse los datos de Producto del segundo trimestre. De acuerdo con el REM, se espera que el crecimiento real de la economía alcance 8% en 2006, 0,2 p.p. por encima de la estimación del trimestre anterior. Este mayor crecimiento esperado del PIB estaría impulsado por la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) y el Consumo<sup>37</sup>, cuyas proyecciones aumentaron 0,8 p.p. y 0,3 p.p., hasta 18,1% y 7%, respectivamente (ver Gráficos IX.2 y IX.5).

Para 2007, la mediana de las proyecciones de PIB se ubicó en 6,3%, 0,3 p.p. por sobre la estimación de junio de 2006. Los pronósticos de crecimiento del Consumo y la Inversión para el año próximo aumentaron 0,6 p.p. y 0,7 p.p. a 5,9% y 13%. En este marco, se espera que la Inversión continúe liderando el crecimiento del Producto hasta representar 21,7% del PIB en 2006 y 23,1% en 2007 (a precios constantes; ver Gráficos IX.2 y IX.5).

En términos desestacionalizados<sup>38</sup> (s.e.), el REM espera un crecimiento trimestral de 1,8% en el PIB del tercer trimestre, en

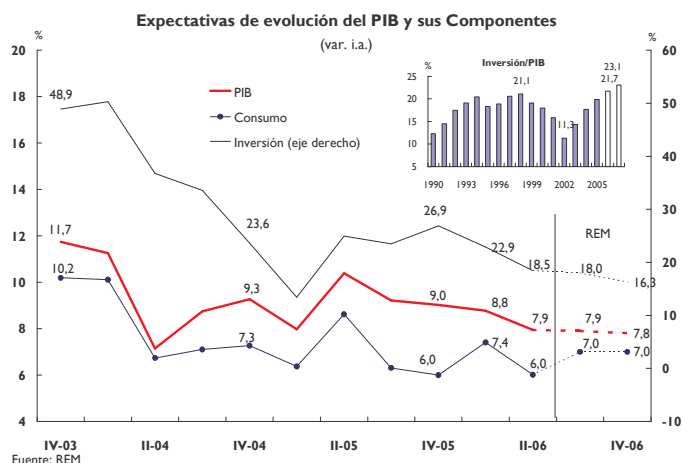
**Gráfico IX.4**  
Expectativas de Salario Real\*  
(var i.a.)



<sup>37</sup> 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 y Variación de Existencias.

<sup>38</sup> Considerando los coeficientes de estacionalidad promedio de 2004 y 2005.

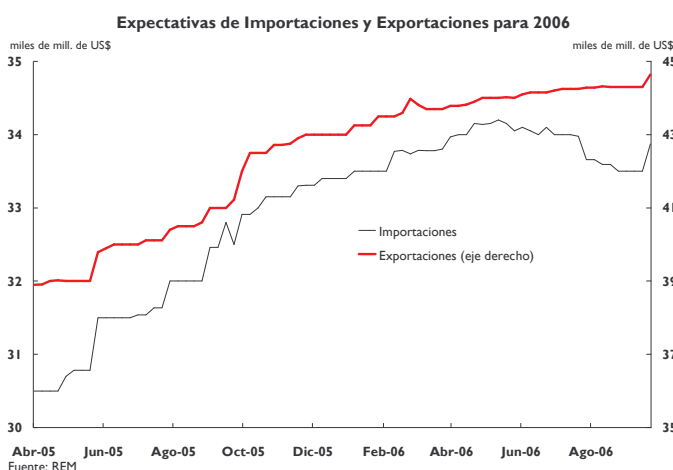
Gráfico IX.5



tanto que el aumento del Consumo y la Inversión alcanzaría 1,4% y 4,8%, respectivamente. Para el cuarto trimestre, la tasa de crecimiento del PIB real aumentaría a 2,1% s.e. impulsado por un aumento del Consumo de 1,6%, pese a la disminución prevista en la tasa de crecimiento de la Inversión a 4%.

De acuerdo con las proyecciones del REM, las Exportaciones crecerían US\$4.533 millones durante 2006, hasta alcanzar US\$44.640 millones, y se elevarían US\$3.560 millones adicionales durante 2007. Por su parte, las Importaciones aumentarían US\$5.181 millones en 2006, ubicándose en US\$33.870 millones, y mostrarían un incremento de US\$4.830 millones en 2007. Así, la balanza comercial se reduciría a US\$10.770 millones en 2006 (5,2% del PIB) y US\$9.500 millones en 2007 (4,1% del PIB), aunque estas proyecciones aumentaron respecto de las correspondientes a junio pasado. Además, las previsiones sobre el saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos para este año y el próximo aumentaron US\$1.416 millones y US\$742 millones respectivamente y las medianas se ubican en US\$6.030 para 2006 (2,9% del PIB) y US\$4.000 millones para 2007 (1,7% del PIB; ver Gráfico IX.6).

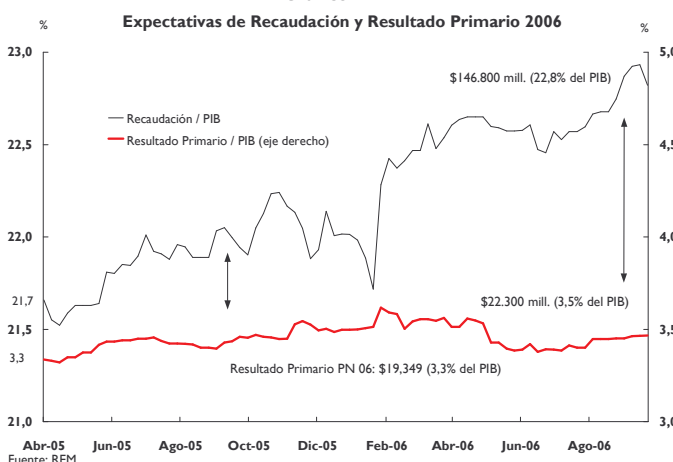
Gráfico IX.6



La mediana de la Recaudación Tributaria Nacional para 2006 aumentó \$3.600 millones (2,5%) y se ubica en \$146.800 millones (22,8% del PIB), mientras que para 2007 aumentó \$6.283 millones (3,8%) y alcanza \$171.533 millones (22,9% del PIB). Los pronósticos del REM para la Recaudación Tributaria de 2006 y 2007 como porcentaje del PIB son inferiores a los estimados en el Proyecto de Presupuesto Nacional 2007 (PPN-07)<sup>39</sup>. De esta manera, las recaudaciones nominales proyectadas en el PPN-07 para 2006 y 2007 son similares a las del REM aunque el PPN-07 supone menor crecimiento del PIB nominal (ver Cuadro IX.1).

Pese a la suba en la Recaudación esperada por el REM, no se observaron variaciones significativas en las estimaciones implícitas de Resultado Primario del Sector Público Nacional No Financiero (SPNF) sobre PIB, que se ubican en 3,5% del PIB (\$22.300 millones) para 2006 y 3,2% del PIB (\$24.000 millones) para 2007. Así, las proyecciones del mercado para 2006 y 2007 se encuentran por encima de los valores incluidos en el PPN-07<sup>40</sup> (3,3% y 3,1% del PIB, respectivamente; ver Gráfico IX.7 y Cuadro IX.1).

Gráfico IX.7



Por otro lado, el mercado espera que el *stock* de Depósitos privados alcance \$119.000 millones (18,5% del PIB) a fines de 2006, \$2.200 millones (1,9%) por encima del pronóstico del último **Informe de Inflación**. Para 2007, el REM prevé que los Depósitos sumen \$139.000 millones (18,6% del PIB), \$3.291 millones (2,4%) por encima de la estimación de junio de 2006. Asimismo, las previsiones de Préstamos registraron un considerable aumento a lo largo del trimestre. En este sentido, la mediana para 2006 aumentó \$2.850 millones (4,1%) desde junio y se ubica en \$71.850 millones (11,2% del PIB), mientras que para fin de 2007 subió \$2.984 millones (3,5%) y alcanza \$87.500 millones (11,7% del PIB; ver Gráfico IX.8).

<sup>39</sup> Los cifras no son estrictamente comparables dado que el REM releva la recaudación tributaria de la AFIP, mientras que en el Presupuesto se presentan los ingresos del Sector Público Nacional. No obstante, las diferencias no son significativas.

<sup>40</sup> 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 relevado por el REM es en base caja.



**Cuadro IX.1**  
**Supuestos Macroeconómicos del PPN-07 y el REM**

Variable	2006		2007	
	PPN-07	REM	PPN-07	REM
Recaudación, \$ mill.	148.023	146.800	169.073	171.533
Recaudación/PIB <sup>1</sup>	23,6	22,8	24,4	22,9
Resultado Primario, \$ mill.	20.496	22.300	21.821	24.000
Resultado Primario, % del PIB <sup>1</sup>	3,3	3,5	3,1	3,2
IPC, % var. i.a.	9,6	9,8	7,0	10,5
IPI, % var. i.a. <sup>1</sup>	11,4	12,0	6,3	9,3
PIB, % var. i.a.	6,0	8,0	4,0	6,3
Consumo, % var. i.a.	6,0	7,0	3,3	5,9
Inversión, % var. i.a.	13,7	18,1	7,2	13,0
PIB corriente, \$ millones	627.956	643.241	694.195	747.481
Exportaciones, US\$ millones	43.658	44.640	45.878	48.200
Importaciones, US\$ millones	32.420	33.870	35.728	38.700
Tipo de Cambio, \$/US\$ (promedio) <sup>1</sup>	3,09	3,08	3,13	3,16

<sup>1</sup> Implícito en las proyecciones del REM.

Fuente: Proyecto de Presupuesto Nacional 2007 y REM.

Las previsiones del Agregado Monetario M2 para diciembre de 2006 se redujeron \$1.700 millones (1,4%), y la mediana alcanza \$119.300 millones (18,5% del PIB), valor que se encuentra dentro de la banda estipulada en el Programa Monetario 2006 (\$116.265 millones-\$126.222 millones). Por su parte, la mediana para fin de 2007 asciende a \$138.000 millones (18,5% del PIB).

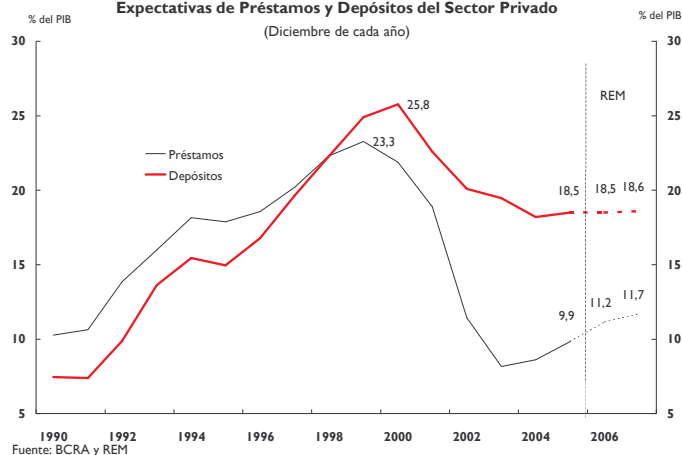
Las estimaciones de tasas de interés de Plazo Fijo a 30 días y BADLAR para 2006 aumentaron 10 puntos básicos (p.b.) y 30 p.b. hasta 7,3% y 9,8%, respectivamente, en tanto que las proyecciones de tasa de LEBAC a un año de plazo disminuyeron 30 p.b. a 11,7% y la de pases a 7 días se mantuvo en 6%. Considerando que se redujeron las expectativas de inflación para el año próximo, la tasa de interés de LEBAC real *ex-ante*<sup>41</sup> para diciembre de 2006 aumentó 0,6 p.b.. Para 2007, el REM espera un aumento de las tasas de interés nominales de entre 30 y 120 p.b..

Las previsiones de Tipo de Cambio Nominal para 2006 y 2007 se mantuvieron durante el trimestre en 3,12\$/US\$ y 3,20\$/US\$, respectivamente. En términos reales<sup>42</sup>, el peso se apreciaría 2,5% con respecto al dólar en 2006 y 4,5% en 2007. En cuanto al real, el peso se depreciaría 0,7% en 2006 y luego se apreciaría 7,3% en 2007. Así, el tipo de cambio real bilateral se encontraría a fin de 2007 79% por encima del valor de diciembre de 2001 en relación con el dólar y 134% mayor en relación con el real (ver Gráfico IX.9).

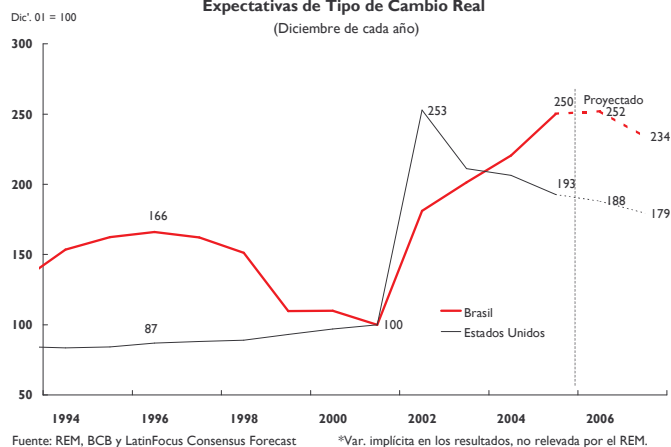
Las expectativas del *stock* de Reservas Internacionales crecieron desde el último **Informe de Inflación** y el REM espera que alcancen US\$30.000 millones en diciembre de 2006 (14,5% del PIB), US\$1.923 millones por encima del *stock* alcanzado el año anterior, previo a la cancelación total de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En 2007, las Reservas aumentarían US\$4.500 millones (15%) y el *stock* alcanzaría US\$34.500 millones (14,8% del PIB).

Por último, entre julio y septiembre se mantuvieron altos los niveles de participación y el REM cuenta actualmente con 54 participantes habilitados para cargar estimaciones.

**Gráfico IX.8**  
**Expectativas de Préstamos y Depósitos del Sector Privado**  
(Diciembre de cada año)



**Gráfico IX.9**  
**Expectativas de Tipo de Cambio Real\***  
(Diciembre de cada año)



Fuente: REM, BCB y LatinFocus Consensus Forecast

\*Var. implícita en los resultados, no relevada por el REM.

<sup>41</sup> Implícita en los pronósticos de tasa LEBAC a 1 año para diciembre de 2006 y en las estimaciones de inflación anual para 2007.

<sup>42</sup> Los pronósticos de inflación de Estados Unidos se tomaron de *LatinFocus Consensus Forecast*, en tanto que las proyecciones de inflación de Brasil y tipo de cambio nominal R/US\$ corresponden a la encuesta de expectativas del Banco Central de Brasil (BCB).

# RESULTADOS DEL REM. SEPTIEMBRE DE 2006

## 1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2007-SEP			2006-AGO			2006-SEP			2006-OCT			2006-NOV			2006-ANL			2007-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
IPC: var. 12 meses; en %	10,2	10,3	1,1																		
<b>PRECIOS</b>																					
IPC: var. mensual; en %							0,8	0,8	0,1	0,7	0,7	0,1				10,7	10,9	0,6	10,4	10,4	1,1
IPC: var. interanual implícita, en % <sup>1</sup>							10,3	10,3			10,3										
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)																9,9	9,8	0,9	10,5	10,5	1,4
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %	1,48	1,40	0,26	1,37	1,40	0,28										16,9	16,9	1,2	14,8	15,1	2,5
<b>MONETARIAS Y FINANCIERAS</b>																					
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mil. de \$				112,559	112,275	823				113,908	113,600	1,175				119,346	119,300	1,905	136,596	138,000	4,636
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$				113,912	114,125	709				115,316	115,500	1,041				118,557	119,000	1,710	137,740	139,000	4,373
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$				67,041	67,153	390				68,589	68,600	600				71,480	71,850	2,149	88,123	87,500	5,345
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %				7,0	7,0	0,2				7,1	7,1	0,2				7,3	7,3	0,6	8,2	8,2	1,0
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %										11,6	11,5	0,2				11,5	11,7	0,7	11,8	12,0	1,1
Tasa de Interés: Pases Pasivos en \$ a 7 días; en %				5,8	5,8	0,1				5,8	5,8	0,1				6,0	6,0	0,3	6,6	6,8	0,7
Tasa de Interés: BADLAR promedio mensual de bcos. priv. a 30 días en \$; en %				9,4	9,5	0,1				9,5	9,5	0,1				9,7	9,8	0,4	10,6	11,0	1,1
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$/US\$				3,10	3,10	0,01				3,10	3,10	0,01				3,1	3,1	0,0	3,20	3,20	0,06
<b>ACTIVIDAD ECONÓMICA</b>																					
EMAE: var. interanual; en %	7,7	7,8	0,5	7,9	8,0	0,5										8,0	8,0	0,3	6,3	6,2	0,7
EMI: var. interanual; en %				7,1	7,1	0,4				6,8	6,9	0,6				7,4	7,4	0,4	5,9	6,0	0,6
<b>SECTOR EXTERNO</b>																					
Exportaciones; en mil. de us\$				3,870	3,851	94				3,798	3,785	100				44,674	44,640	635	48,806	48,200	2,368
Importaciones; en mil. de us\$				2,978	2,956	106				3,032	3,004	119				33,867	33,870	618	38,983	38,700	1,624
<b>FISCALES</b>																					
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$				12,553	12,500	288				12,603	12,600	387				145,675,0	146,800,0	42,420	170,309	171,533	8,368
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$				1,909	1,945	143				1,726	1,800	272				22,204	22,300	704	23,925	24,000	1,555

## 2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2006-TR3			2006-TR4			2006-ANL			2007-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
<b>Actividad Económica</b>												
PIB a precios constantes: variación interanual; en %	7,9	7,9	0,4	7,8	7,8	0,6	7,9	8,0	0,4	6,4	6,3	0,7
PIB a precios corrientes; en mil. de \$							639,996	643,241	16,672	746,239	747,481	20,337
Consumo Total a precios constantes: variación interanual; en %	7,2	7,0	0,8	7,3	7,0	1,0	6,9	7,0	0,6	6,0	5,9	0,7
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	17,9	18,0	2,2	16,1	16,3	2,6	18,1	18,1	2,1	13,2	13,0	3,3
Tasa de desocupación; en %	9,7	9,7	0,3				9,3	9,3	0,4	8,5	8,5	0,6
<b>Sector Externo</b>												
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	1,479	1,400	255	1,108	1,072	416	5,818	6,030	819	4,063	4,000	1,090
<b>Monetarias y Financieras</b>												
Reservas Internacionales: fin de periodo; en mil. de US\$	27,850	28,094	513				29,593	30,000	1,171	34,670	34,500	2,886

<sup>1</sup> 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

**AACREA:** Asociación Argentina de Consorcios Regionales de Experimentación Agrícola

**ADEFA:** Asociación de Fábricas de Automotores

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos

**AFJP:** Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones

**AIP:** Aglomerados del Interior del País

**ALADI:** Asociación Latinoamericana de Integración

**ANSES:** Administración Nacional de Seguridad Social

**AT:** Adelantos Transitorios

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

**BCB:** Banco Central de Brasil

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

**BCE:** Banco Central Europeo

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

**BID:** Banco Interamericano de Desarrollo

**BIRF:** Banco Mundial

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

**Bocon:** Bonos de Consolidación Nacional

**BODEN:** Bonos del Estado Nacional

**Bogar:** Bono Garantizado

**BONAR V:** Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2011.

**BONAR VII:** Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2013.

**BoJ:** Banco de Japón

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

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

**CBA:** Canasta Básica Alimentaria

**CBT:** Canasta Básica Total

**CC:** Cuenta corriente

**CCBCRA:** Cuentas corrientes en el BCRA

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

**CFI:** Coparticipación Federal de Impuestos

**CIF:** Cost of Insurance and Freight

**CFTC:** Commodity Futures Trading Commission

**CMN:** Consejo Monetario Nacional

**CNV:** Comisión Nacional de Valores

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

**DGA:** Dirección General de Aduanas

**DGI:** Dirección General Impositiva

**DISC:** Bono Descuento

**DPN:** Deuda Pública Nacional

**EE.UU.:** Estados Unidos

**EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica

**EMBI+:** Emerging Markets Bond Index

**EMI:** Estimador Mensual Industrial

**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 EE.UU.

**FF:** Fideicomisos Financieros

**FI:** Fondos Índices

**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

**IAMC:** Instituto Argentino de Mercado de Capitales

**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

**IGBVL:** Índice General de la Bolsa de Valores de Lima

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

**INDEC:** Instituto Nacional de Estadística y Censos



<b>IPC:</b> Índice de Precios al Consumidor	<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales
<b>IPC Resto:</b> IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo	<b>PAR:</b> Bono Par
<b>IPCA:</b> Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	<b>PCE:</b> Price Index for Personal Consumption Expenditure
<b>IPEA:</b> Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada	<b>PEA:</b> Población Económicamente Activa
<b>IPI:</b> Índice de Precios Implícitos	<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto
<b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor	<b>PJyJH:</b> Plan Jefas y Jefes de Hogar
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor	<b>PM 2006:</b> Programa Monetario 2006
<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas	<b>PN-06:</b> Presupuesto Nacional 2006
<b>IRD:</b> Inversión Real Directa	<b>PP:</b> Productos Primarios
<b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción	<b>PPN-07:</b> Proyecto de Presupuesto Nacional
<b>ISSP:</b> Indicador Sintético de Servicios Públicos	<b>PRE:</b> BOCON Previsional
<b>ITCRM:</b> Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	<b>PRO:</b> Bocon Proveedores
<b>IVA DGA:</b> Impuesto al Valor Agregado por la DGA	<b>Prom. móv.:</b> Promedio móvil
<b>IVA DGI:</b> Impuesto al Valor Agregado recaudado por la DGI	<b>PyMEs:</b> Pequeñas y Medianas Empresas
<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado	<b>REM:</b> Relevamiento de Expectativas de Mercado
<b>Latam:</b> Latinoamérica	<b>Repo:</b> Tasa sobre pases activos del Banco de Inglaterra, utilizada como tasa de interés de referencia
<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)	<b>ROFEX:</b> Rosario Futures Exchange (Mercado a término de Rosario)
<b>LFCF:</b> LatinFocus Consensus Forecast	<b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad
<b>M2:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	<b>s.o.:</b> Serie original
<b>M3*:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	<b>S&amp;P:</b> Standard and Poor's
<b>M3:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$	<b>SAGPyA:</b> Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
<b>MAE:</b> Mercado Abierto Electrónico	<b>Selic:</b> Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)
<b>MEC:</b> Mercado Electrónico de Corredores	<b>SIJyP:</b> Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
<b>MEM:</b> Mercado Eléctrico Mayorista	<b>SMVM:</b> Salario Mínimo Vital y Móvil
<b>MERCOSUR:</b> Mercado Común del Sur	<b>SIOPEL:</b> Sistema de Operaciones Electrónicas
<b>Merval:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires	<b>SPNF:</b> Sector Público Nacional no Financiero
<b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario	<b>SPP:</b> Sector Público Provincial
<b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial	<b>TGN:</b> Tesorería General de la Nación
<b>MRO:</b> Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)	<b>TI:</b> Términos del Intercambio
<b>MSCI:</b> Morgan Stanley Capital International	<b>UCI:</b> Utilización de la Capacidad Instalada
<b>MTySS:</b> Ministerio de Trabajo y Seguridad Social	<b>USDA:</b> United States Department of Agriculture (Secretaría de Agricultura de los EEUU)
<b>NF:</b> No Financiero	<b>UVP:</b> Unidades Vinculadas al PIB
<b>NOBAC:</b> Notas del Banco Central (Argentina)	<b>Var.:</b> variación
<b>OFHEO:</b> Office of Federal Housing Enterprise Oversight	<b>VE:</b> Valor efectivo
<b>OPEP:</b> Organización de Países Exportadores de Petróleo	<b>VN:</b> Valor nominal
<b>O/N:</b> Overnight	<b>WTI:</b> West Texas Intermediate (petróleo de referencia en Argentina)
<b>p.b.:</b> Puntos básicos	<b>XN:</b> Exportaciones Netas