

INFORME DE INFLACIÓN



**Banco Central
de la República Argentina**

Primer Trimestre de 2007



INFORME DE INFLACIÓN

**Banco Central
de la República Argentina**

Primer Trimestre de 2007

Banco Central de la República Argentina

Enero 2007
ISSN: 1668-0561
Edición electrónica

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

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



Prefacio

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

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

*El **Informe de Inflación** puede ser leído de tres formas diferentes dependiendo de la profundidad que deseé 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 enero, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) de diciembre de 2006. La próxima publicación del **Informe de Inflación**, correspondiente al segundo trimestre de 2007, será el 25 de abril a través de internet.*

Buenos Aires, 24 de enero de 2007





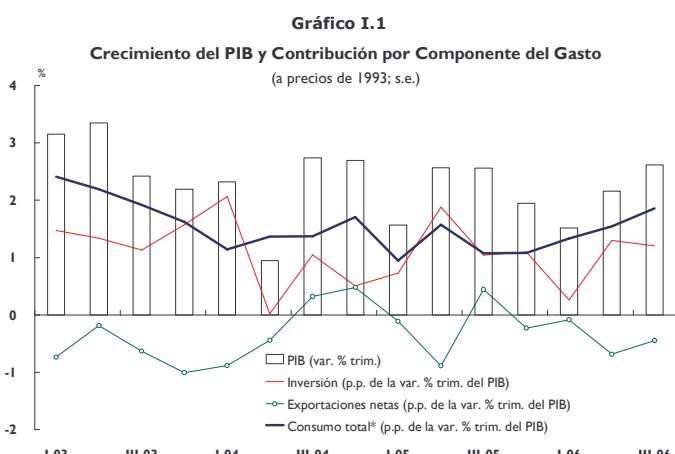
Contenido

I.	Visión Institucional.....	8
II.	Contexto Internacional.....	12
	<i>Apartado 1. América latina emite deuda a más largo plazo y en moneda doméstica.....</i>	18
	<i>Apartado 2. Los precios de las materias primas y sus fundamentos de mercado.....</i>	23
III.	Actividad Económica.....	25
IV.	Empleo y Salarios.....	34
V.	Sector Externo.....	39
	<i>Apartado 3. El crecimiento de las exportaciones del complejo automotriz.....</i>	46
VI.	Finanzas Públicas.....	48
VII.	Política Monetaria y Mercado de Activos.....	55
	<i>Apartado 4. El fortalecimiento del marco de estabilidad financiera.</i>	62
VIII.	Inflación.....	67
IX.	Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)	75
	Resultados del REM. Diciembre de 2006.....	79
	Glosario de Abreviaturas y Siglas.....	80



I. VISIÓN INSTITUCIONAL

Luego de tres años en los que la actividad económica avanzó a un ritmo de 9% anual acumulativo, en 2006 el crecimiento de la economía se mantuvo en niveles elevados. El Producto presentaría un incremento ligeramente superior a 8,5% interanual (i.a.), ubicándose en el cuarto trimestre cerca de 17% por encima del máximo previo alcanzado en 1998. La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) y el Consumo Privado explican la mayor parte del crecimiento económico. En particular, la IBIF acumula desde comienzos de 2002 un alza de 190%, liderada por la inversión en Construcción, aunque con un creciente aporte del gasto en Equipo durable de producción (especialmente importado). Así, medida a precios constantes, la tasa de inversión en 2006 ascendería a 21,5% del PIB, nivel que duplica el verificado durante la crisis y que daría lugar al mayor aumento del *stock* de capital de los últimos años. Asimismo, teniendo en cuenta el arrastre estadístico superior a 3 puntos porcentuales (p.p.) que dejaría 2006, se espera que durante 2007 el PIB se expanda por encima de 7,4% i.a., cumpliendo cinco años de crecimiento ininterrumpido, inédito en la historia económica reciente del país. La actividad económica nuevamente sería impulsada por el incremento del Consumo Privado y de la IBIF, que volvería a crecer por encima del Producto, representando más de 22% del PIB.



El crecimiento de la actividad económica tiene su correlato en la mejora de los indicadores laborales y sociales. A partir del importante aumento exhibido por el empleo, principalmente en el segmento formal, la Tasa de Desocupación habría finalizado 2006 en niveles cercanos a 10%, pudiendo alcanzar valores de un dígito por primera vez en más de una década. Si bien experimentó una caída marginal, la elasticidad empleo-producto se mantuvo en niveles históricamente elevados. Asimismo, el sostenido incremento del empleo es acompañado por una mayor calidad del trabajo, basada en un aumento de la formalización, una reducción de la subocupación y una baja de la desocupación corregida por planes de empleo. Durante 2007 continuaría la creación de puestos de trabajo, dando lugar a una nueva caída del desempleo, que se ubicaría en torno a 9% a fines del año.

El avance del nivel de actividad tiene lugar ante un escenario internacional que continúa resultando positivo para América latina y nuestro país, en función de un sólido crecimiento económico global, inflación contenida, precios de las materias primas en niveles históricamente elevados y alta liquidez en los mercados financieros internacionales, que está siendo aprovechada por los países de la región para mejorar las condiciones financieras de sus pasivos (ver Apartado 1). La expansión mundial durante 2006 fue más equilibrada que en los años previos, teniendo en cuenta que el menor crecimiento de Estados Unidos se vio compensado por una evolución más favorable en la zona Euro, Japón y los países emergentes, particularmente asiáticos, demandantes de materias primas. Asimismo, la inflación en las principales economías ha mostrado recientemente una ligera tendencia declinante (asociada en parte a una corrección de los precios de la energía), a la vez que la inflación subyacente se mantiene relativamente estable, situación que influye en el accionar de los principales bancos centrales.

Si bien este escenario no está exento de riesgos, asociados principalmente a la evolución de los precios de los activos

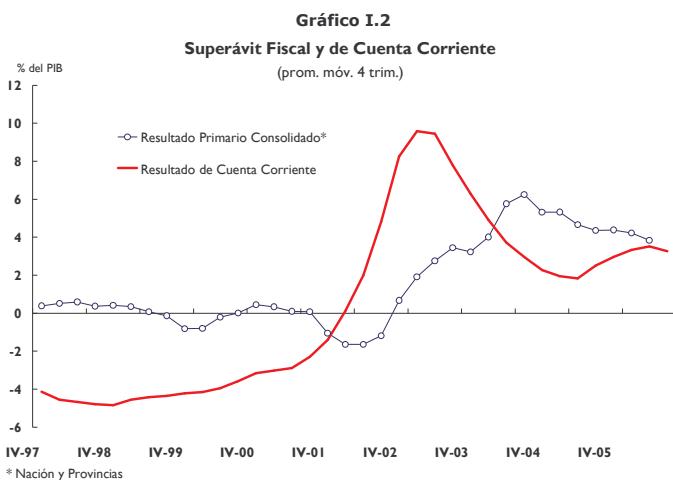
financieros y reales (incluyendo a las materias primas; ver Apartado 2) y al modo en que se vayan corrigiendo los desequilibrios globales (especialmente en lo que se refiere al impacto de una significativa desaceleración de la economía estadounidense), la región y nuestro país muestran una expansión más sólida en comparación a otros ciclos de crecimiento previos. Esta solidez se basa en la mayor disciplina macroeconómica lograda en los últimos años, que ha favorecido el reciente desempeño y permite estar mejor preparados para enfrentar eventuales *shocks* adversos en el futuro.

Contrariamente a lo ocurrido durante buena parte de la historia argentina, desde 2002 el saldo de Cuenta Corriente se mantiene en terreno positivo. Este resultado se da en un contexto donde al elevado superávit comercial de bienes se le agrega la mejora del saldo por servicios reales y el menor devengamiento de intereses de la deuda pública. El año pasado el superávit comercial sumó cerca de US\$12.500 millones, impulsado por el importante aumento registrado por las exportaciones de bienes. Las ventas externas se ven favorecidas por los elevados precios de los principales productos comercializados por el país y por un incremento de las cantidades exportadas, destacándose la sostenida alza que presentan las ventas externas de productos manufacturados, principalmente del complejo automotriz (ver Apartado 3). En 2007 el intercambio comercial seguiría en ascenso, proyectándose un nuevo e importante crecimiento de las exportaciones, que superarían los US\$50.000 millones. Este nivel de ventas externas prácticamente duplicaría al observado antes de la devaluación y permitiría que el superávit de la balanza comercial vuelva a ubicarse por encima de US\$10.500 millones.

En este contexto, las cuentas públicas continúan mostrando un desempeño positivo, impulsadas por el incremento de los recursos tributarios, lo que permite compensar la tendencia ascendente del gasto primario. El año pasado el resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se habría ubicado en un nivel cercano al de los dos años anteriores (en torno a 3,5% del PIB), superando la pauta de 3,3% del PIB incluida en el Presupuesto Nacional. Así, en 2006 el Sector Público siguió siendo factor de contracción de la Base Monetaria (BM), aunque en menor medida respecto a los dos años anteriores. Para 2007 se prevé que los ingresos tributarios continúen expandiéndose, por lo que la recaudación se ubicaría por encima de 23,5% del PIB y el superávit primario nacional superaría 3,1% del Producto.

En este marco, el Banco Central continúa avanzando en la consolidación de un sistema monetario y financiero independiente de las necesidades del sector público. Los lineamientos tendientes a lograr este objetivo están fundados en el desarrollo de una política monetaria consistente, con un estricto control de los agregados monetarios, acompañada por una política preventiva de acumulación y administración de Reservas Internacionales, sumada a las medidas en las áreas de normativa y de supervisión orientadas a dar impulso al financiamiento de mediano y largo plazo, en un marco de estabilidad y recuperación de la solvencia del sistema financiero (ver Apartado 4).

En 2006 el Banco Central continuó con el aumento gradual de las tasas de interés de referencia de corto plazo y las tasas de sus operaciones de pase pasivas fueron incrementadas 1,25 p.p., en



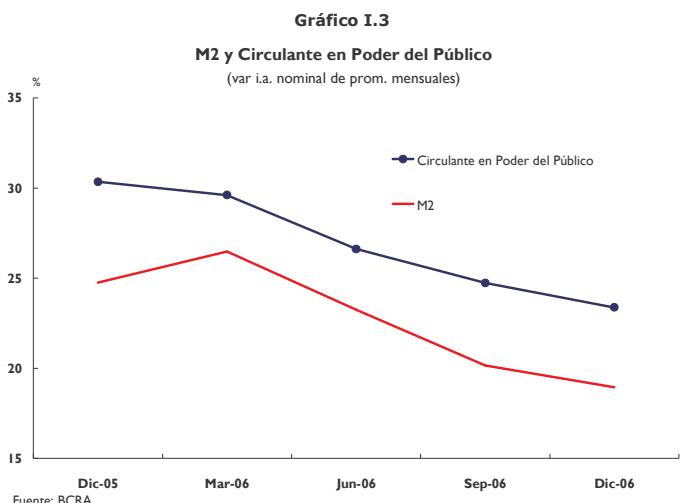
tanto que las activas acumularon un incremento de 2,25 p.p.. También las tasas de interés de las colocaciones primarias de Letras del Banco Central (LEBAC) aumentaron con respecto a los niveles de fines de 2005. Así, en los plazos más cortos (3 y 6 meses) los incrementos fueron cercanos a 1 p.p. y de alrededor de 2 p.p. en el caso de las de 9 y 12 meses. Por su parte, las tasas de interés de las Notas del Banco Central (NOBAC) se mantuvieron estables en el último trimestre de 2006 y, en el caso de las especies de 2 años emitidas con cupón variable en función de la tasa BADLAR bancos privados, la tasa de interés acumuló una suba de 4,5 p.p. desde que se comenzaron a emitir en mayo de 2005.

El estricto control de la evolución de los agregados monetarios que el Banco Central viene manteniendo a lo largo de los últimos dos años se reflejó en una sostenida desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de los medios de pago. El ritmo de expansión del M2, definido como la suma del circulante en poder del público y los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorros en pesos de los sectores privado y público, se redujo alrededor de 6 p.p. en el año y alcanzó en diciembre un valor en torno a 18,9%. Por primera vez desde la salida de la crisis, este aumento resulta menor al crecimiento estimado del PIB nominal en alrededor de 3 p.p.. Esto deja atrás la marcada expansión de los agregados monetarios del período 2003-2004, cuyos efectos todavía permanecen, dado los rezagos con los que opera la política monetaria.

Paralelamente, el BCRA continuó con su política anticíclica de acumulación de Reservas Internacionales durante 2006, que le permitió recomponer y superar los niveles que se observaban a comienzos de enero, antes del pago total de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Estos progresos fueron acompañados por una política de administración de las Reservas Internacionales tendiente a lograr una adecuada combinación entre riesgo y rentabilidad capaz de optimizar su rendimiento, el cual en 2006 resultó cercano a los US\$1.400 millones, cifra equivalente al 5,7% anual del *stock* promedio de reservas del período.

La acumulación de Reservas Internacionales se realizó dentro de un marcado equilibrio del mercado monetario, estableciendo como regla que la expansión generada por las compras de divisas sea esterilizada mediante diversos instrumentos, que incluyeron las cancelaciones previstas y anticipadas de redescuentos que habían sido otorgados durante la crisis de 2001-2002, la emisión de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) y cambios en los encajes. Cabe destacar que el uso de los distintos mecanismos de absorción se llevó a cabo sin comprometer el superávit cuasifiscal. En este sentido, en 2006 se alcanzó un equilibrio perdurable entre la acumulación de Reservas Internacionales, su rendimiento y el costo de la política de esterilización.

El Banco Central continuará en 2007 manteniendo un riguroso control de la evolución de los agregados monetarios, mediante la esterilización de los excedentes en la oferta monetaria que pudieran surgir producto de la acumulación de Reservas Internacionales. El Programa Monetario 2007 (PM 2007) se basa nuevamente en metas intermedias de agregados monetarios y la variable escogida para monitorear su cumplimiento seguirá siendo el M2, dada su relación con la demanda de dinero de largo plazo. Asimismo, el PM 2007 prevé una desaceleración gradual en su ritmo de crecimiento, donde



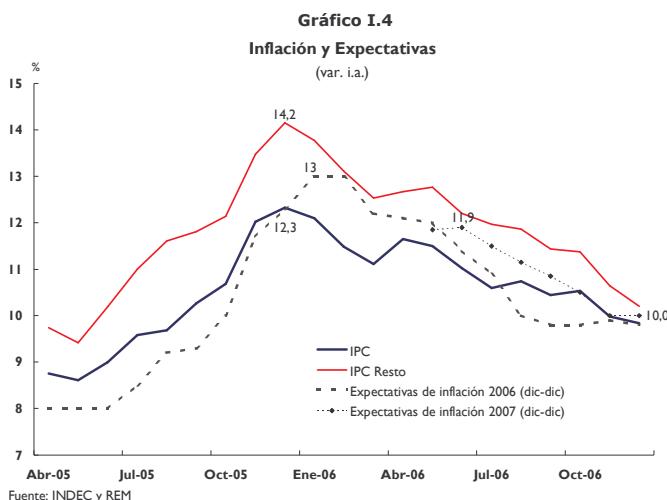
tanto el límite inferior como el superior del rango pautado en el Programa implican una caída en su crecimiento interanual, que refleja el firme compromiso del BCRA por mantener bajo control la cantidad de dinero de la economía.

En este contexto, la inflación minorista medida por el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) experimentó una sostenida reducción a lo largo de 2006, acumulando una suba de 9,8%, inferior a la esperada por el mercado y menor a la verificada en 2005 (12,3%). De este modo, se logró finalizar el año dentro de las bandas estipuladas en el PM 2006 (8-11%). Esta dinámica resulta consistente con el cambio de sesgo de la política monetaria implementado desde 2005 y los rezagos naturales que ésta tiene sobre el nivel general de precios. Por su parte, los precios minoristas medidos a nivel nacional mostraron una evolución similar a la del IPC GBA, registrando en promedio los aglomerados del interior del país una inflación cercana a la del Gran Buenos Aires.

La desaceleración del IPC GBA se explica fundamentalmente por el IPC Resto, aproximación a la inflación subyacente, que a lo largo del año pasado describió una trayectoria declinante, alcanzando en diciembre una suba de 10,2% i.a., tras haber finalizado 2005 con un aumento de 14,2% i.a.. Este comportamiento se puede comprender a partir de la estabilización en el ritmo de inflación mensual del IPC Resto desde mayo (en torno a 0,7% mensual, equivalente a 8,9% anual), que además fue acompañado por reducciones en la magnitud de los incrementos, una menor difusión de las subas y una menor persistencia de los ajustes de precios. No obstante algunos avances, la reducción de la inflación en 2006 se encuentra concentrada en algunos rubros puntuales y tanto la magnitud, como la difusión y persistencia de las subas de precios se mantienen en niveles elevados, lo que refleja la necesidad de persistir en el camino emprendido.

Para el primer trimestre de este año se prevé un alza en las variaciones mensuales del IPC GBA, vinculada mayormente a aumentos puntuales (medicina prepaga, cigarrillos, combustibles, televisión por cable y lácteos) y a cuestiones estacionales, sobre todo en Espacamiento y Alimentos y bebidas. Sin embargo, la trayectoria descendente de la inflación minorista exhibida en el transcurso de 2006 se reflejó en una progresiva reducción de las proyecciones de variación del IPC GBA recopiladas por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Tras alcanzar un máximo de 12% en mayo del año pasado, actualmente se ubican en 10%, en línea con las bandas de entre 7% y 11% previstas en el PM 2007.

La evolución de los precios minoristas este año estaría signada por una gradual recomposición de los precios relativos, a la vez que la contención de las expectativas inflacionarias continuará subordinada a la correcta coordinación de la política fiscal, salarial y de competencia, con el curso actual de la política monetaria.



II. CONTEXTO INTERNACIONAL

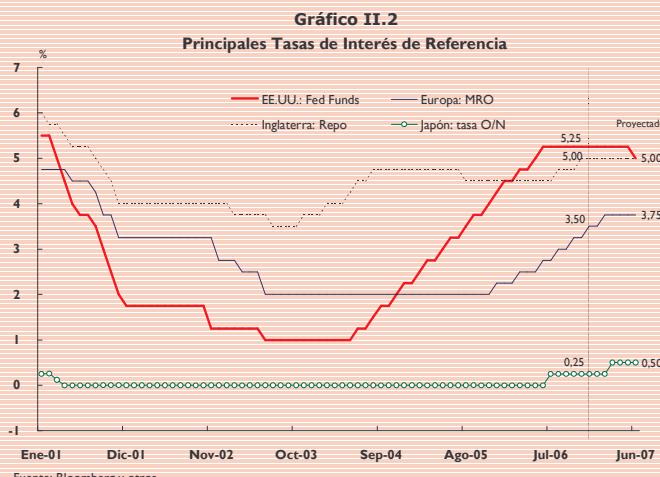
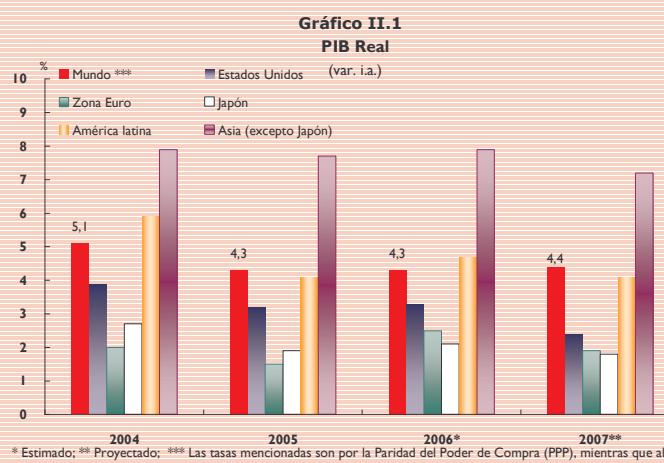
II.1 Síntesis

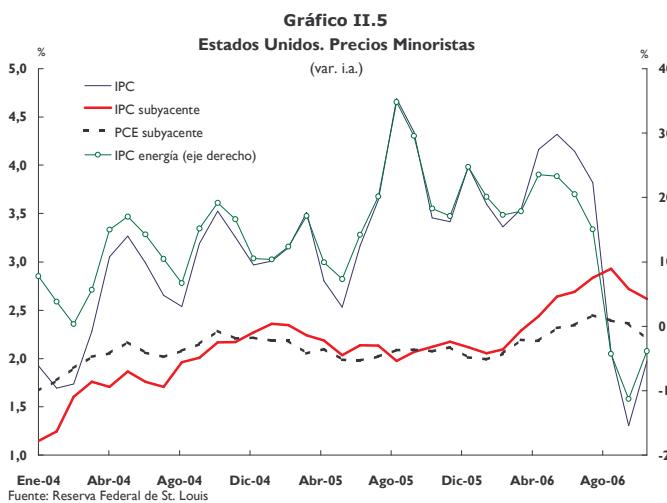
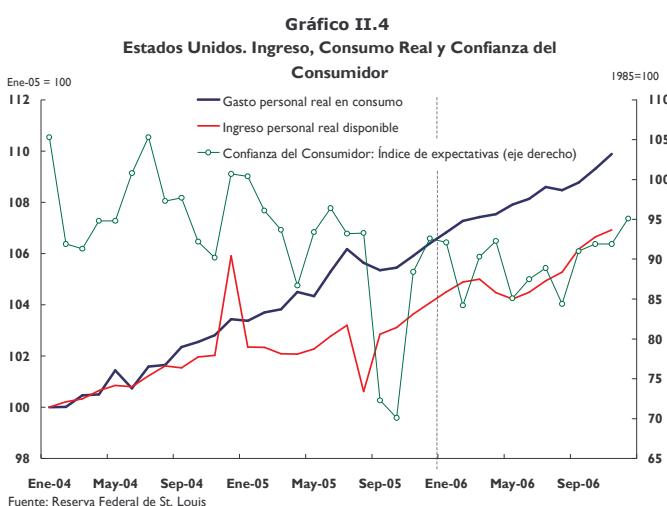
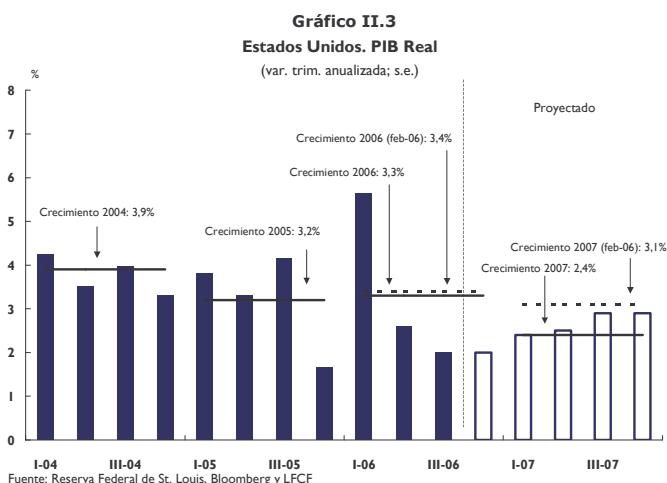
La economía global continuaría mostrando un crecimiento sólido y más equilibrado, a pesar de una esperada desaceleración en las principales regiones. El Producto mundial se expandiría aproximadamente 4% en 2007, tasa similar a la observada en 2006. Mientras que en el transcurso del último año EE.UU. y Japón evidenciaron una caída de su ritmo de crecimiento, la zona Euro se mostró más fuerte que en años anteriores, al igual que Asia emergente y América latina. En un contexto de debilitamiento del sector inmobiliario de EE.UU., con impacto principalmente en la Inversión residencial, su Producto habría aumentado 3,3% en 2006 y avanzaría 2,4% en 2007. Por su parte, Japón continuaría creciendo a tasas cercanas a 2% en 2006 y 2007, mientras que la zona Euro se expandiría 2,5% y 1,9%, respectivamente. América latina, consolidando su expansión, seguiría creciendo por encima de 4% (4,7% en 2006 y 4,1% 2007), aunque menos que Asia emergente (más de 7%). Si bien se prevé una desaceleración generalizada de las economías para 2007, las tasas de crecimiento de ciertas regiones serían aún elevadas en términos históricos y superiores a las estimadas a principios de 2006.

Ante el retroceso del precio del petróleo respecto de los elevados niveles alcanzados en la primera mitad de 2006, la inflación de las principales economías (excepto Japón) descendió en el segundo semestre del año pasado a cerca de 2,0% interanual (i.a.), previéndose que en 2007 fluctúe en torno a ese valor. A pesar de las posibles menores presiones inflacionarias previstas por la Reserva Federal y la desaceleración de EE.UU., la persistencia de riesgos inflacionarios llevó al organismo a mantener la tasa de interés de los Fed Funds en 5,25% anual. En tanto, la política monetaria en la zona Euro y en Japón continuaría exhibiendo un leve sesgo contractivo, al preverse nuevas (aunque moderadas) alzas de sus tasas de referencia. Así, seguiría elevada la liquidez internacional, lo cual, junto con las mejores condiciones macroeconómicas de América latina, que continúa en la fase expansiva del ciclo, se viene reflejando en parte en el comportamiento de los spreads de la región.

En los próximos meses los precios de las materias primas seguirían altos en torno a los promedios registrados en 2006, cuando los productos básicos se mantuvieron en valores históricamente elevados, con una mayor volatilidad en los productos energéticos, determinando un máximo histórico del Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) que elabora el BCRA.

En síntesis, Argentina continuaría enfrentando un contexto internacional favorable, caracterizado por un sólido crecimiento mundial, altos precios de sus principales materias primas y elevada liquidez internacional. No obstante, persisten ciertos factores de riesgo para la economía mundial, destacándose la volatilidad del precio del petróleo. Aunque en menor medida, se mantiene la incertidumbre sobre la corrección de los desequilibrios globales, los efectos del fracaso de la Ronda de Doha, la volatilidad de los mercados financieros internacionales y el debilitamiento del mercado inmobiliario norteamericano.





II.2 Estados Unidos

La economía norteamericana crecería en 2007 a una tasa inferior al promedio de los últimos años. En efecto, de acuerdo con *Latin Focus Consensus Forecast* (LFCF) el Producto de Estados Unidos avanzaría 2,4%¹, ritmo inferior al previsto un año atrás (3,1%) y al observado en 2006 (ver Gráfico II.3). Si bien el año pasado la economía habría crecido 3,3%, impulsada particularmente por el buen desempeño registrado en el primer trimestre, el debilitamiento del sector inmobiliario ha repercutido negativamente en la actividad.

En un contexto de enfriamiento del mercado inmobiliario, la desaceleración de la actividad económica durante 2006 se debió en parte al creciente deterioro de la Inversión fija residencial. Ésta llegó a contraerse a una tasa anualizada desestacionalizada (s.e.) de 18,7% en el tercer trimestre², provocando la caída de la Inversión privada luego de cuatro trimestres consecutivos de expansión. El continuo avance de la Inversión fija no residencial, impulsada en parte por las crecientes ganancias corporativas, no llegó a compensar el debilitamiento de la Inversión residencial. En tanto, en un marco de caída en el precio de los combustibles, de favorable evolución de los ingresos reales y del mercado bursátil, entre otros factores, el consumo mantuvo una evolución positiva en 2006, limitando hasta el momento los efectos del enfriamiento del mercado inmobiliario principalmente a la Inversión residencial (ver Gráfico II.4).

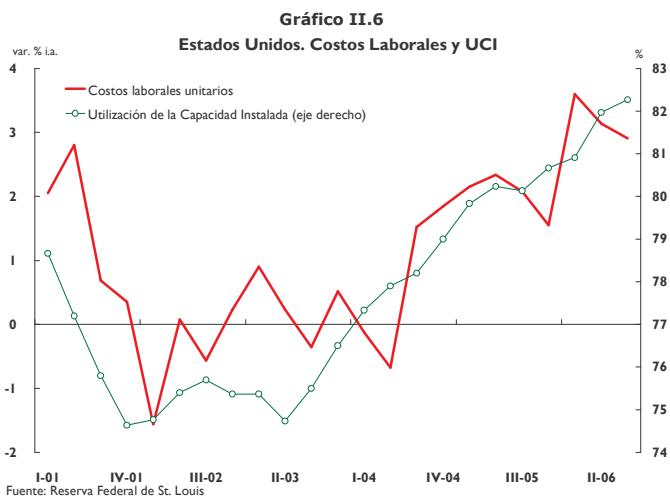
La caída del costo de la energía, resultado del descenso del precio del petróleo registrado desde mediados de 2006, influenció positivamente la evolución de los precios minoristas. En efecto, luego de aumentar más de 4% interanual (i.a.) a mediados del año pasado, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró en diciembre de 2006 un incremento cercano a 2,5% i.a., tasa inferior a la evidenciada en los dos años anteriores (3,3% en 2004 y 3,4% en 2005). Al excluirse los rubros energía y alimentos, la inflación subyacente finalizó 2006 por arriba de 2,0% i.a., ubicándose en diciembre en torno a 2,5% i.a., aunque ha mostrado una desaceleración frente a los registros de mediados de año (ver Gráfico II.5).

En este marco, las expectativas inflacionarias parecerían mantenerse contenidas. Según el mercado, en 2007 los precios minoristas se incrementarían 2,3% i.a., tasa similar a la inflación implícita que surge de las cotizaciones de los bonos del Tesoro indexados con vencimiento en 5 y 10 años. Sin embargo, todavía existen riesgos inflacionarios provenientes de los altos niveles de utilización de recursos (en noviembre el uso de la capacidad instalada se ubicó en 81,8%) y de costos laborales unitarios crecientes, en un contexto de expectativas de menores ganancias corporativas. Adicionalmente, la volatilidad de los precios de la energía también es otra fuente de incertidumbre, entre otros factores. (ver Gráfico II.6).

El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal de Estados Unidos continuó manteniendo sin cambios la tasa de los *Fed Funds* en 5,25% anual. Así, entre julio y diciembre

¹ De acuerdo con la encuesta Bloomberg, el Producto de Estados Unidos avanzaría a una tasa anualizada de 2,4% s.e. y 2,5% s.e. en el primer y en el segundo trimestre de 2007, respectivamente, mientras que crecería 2,9% s.e. en los dos restantes, expandiéndose en el año 2,4%.

² Redujo 1,2 p.p. la tasa de crecimiento de ese período (2,0%).



del último año, el FOMC no modificó la tasa de referencia, luego que desde junio de 2004 a junio de 2006 fuera elevada 4,25 puntos porcentuales (p.p.) en diecisiete oportunidades consecutivas. Si bien el organismo no ha descartado nuevas subas de la tasa de los *Fed Funds*, existe cierto consenso en el mercado de que la Fed podría reducir la tasa de referencia en 2007 (ver Gráfico II.7).

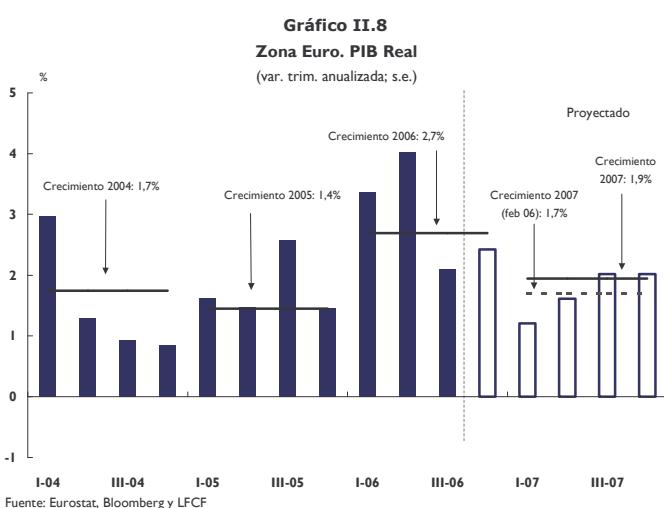
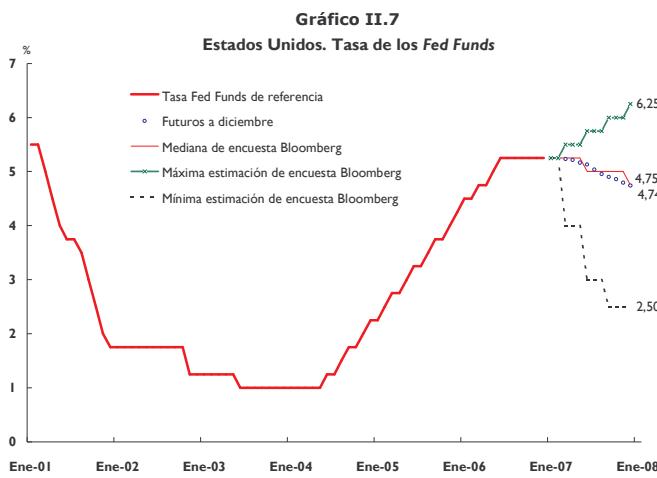
El déficit en Cuenta Corriente norteamericano habría representado 6,6% del PIB en 2006 mientras que en 2007 alcanzaría 6,4% del Producto, en parte reflejando una disminución del déficit comercial. Esta reducción estaría asociada a una retracción del valor de las importaciones petroleras (en un contexto de precios más bajos), a la debilidad esperada para la economía de EE.UU. y a una eventual depreciación del dólar. Por su parte, el déficit fiscal continuó disminuyendo, en un contexto de crecientes ganancias corporativas que impulsaron los ingresos fiscales, entre otros factores. No obstante, la prevista debilidad de la economía podría deteriorar la reciente evolución favorable de la recaudación tributaria.

II.3 Zona Euro y Asia

Dentro de un contexto global de importante crecimiento, la economía de la zona Euro continúa mostrando un desempeño favorable, incluso mejor al previsto a comienzos del año pasado. Luego de que el PIB de la región creciera 2,5%³ en 2006, alcanzando el mayor valor de los últimos seis años, el ritmo de expansión de la zona Euro sería de 1,9% en 2007 (ver Gráfico II.8). En este contexto, la tasa de desempleo bajó a 7,7% en octubre, convirtiéndose en el menor registro de los últimos años, y se espera que continúe con la tendencia decreciente en los próximos meses.

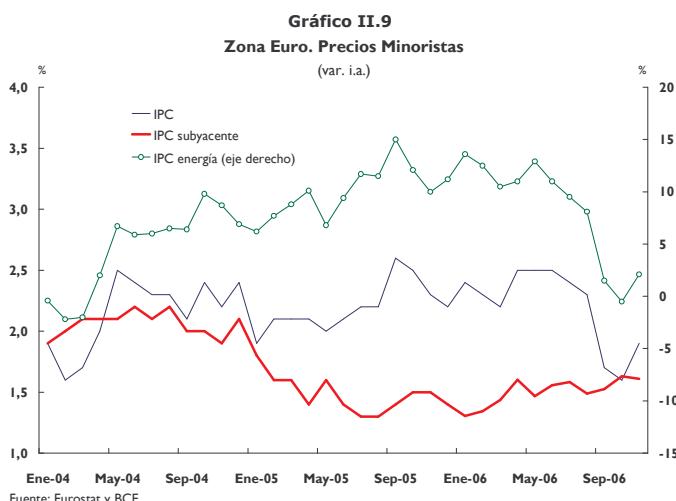
Gracias a la caída en los precios del petróleo, la inflación minorista medida a través del Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) se redujo en los últimos meses de 2006 y finalizó el año dentro de la meta de inflación del Banco Central Europeo (BCE)⁴. Particularmente, a pesar de que la inflación se mantuvo hasta agosto por encima de 2,0% i.a., disminuyó a partir de septiembre concluyendo el año en 1,9% i.a.. La inflación subyacente, que excluye energía y alimentos no procesados, se mantuvo contenida en torno a 1,5% i.a. a lo largo de 2006 (ver Gráfico II.9). El valor de la inflación por debajo de 2% cumple con los objetivos del BCE, aunque con el aumento de 3 p.p. establecido en el Impuesto al Valor Agregado (IVA) en Alemania a partir del presente año, la variación interanual de los precios minoristas podría superar el 2% durante 2007.

El BCE continuó con el proceso de ajuste de la política monetaria, elevando en su última reunión (7 de diciembre de 2006) la tasa de interés de referencia (*Main Refinancing Operations*, MRO) en 0,25 p.p., hasta 3,5% anual, luego de mantenerla constante en noviembre. De este modo, se registraron seis alzas de la tasa de referencia desde diciembre de 2005 cuando el BCE comenzó con su proceso de reducción del estímulo monetario, acumulando una suba de 150 puntos básicos (p.b.). Dado que el BCE ha considerado que ajustes adicionales de la política monetaria podrían ser necesarios, ante un contexto de crecimiento de la zona Euro y de presiones inflacionarias, de acuerdo con la encuesta *Bloomberg*, el organismo

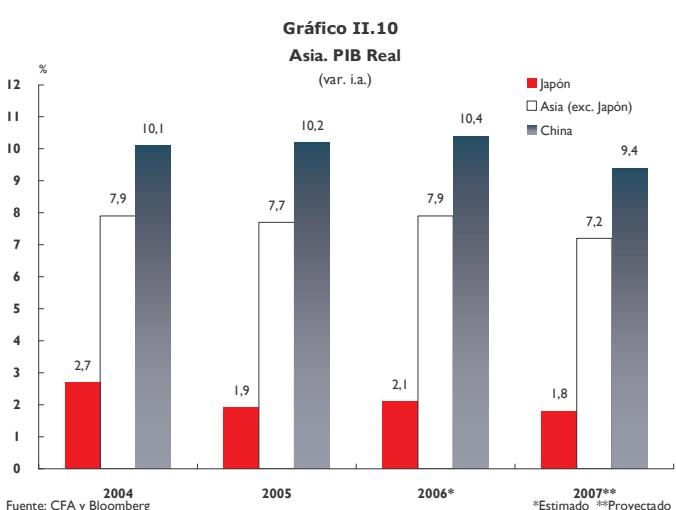


³ Cabe mencionar que a partir de estimaciones trimestrales de la encuesta *Bloomberg*, la economía de la zona Euro se habría expandido en 2006 a una tasa de 2,7%, levemente por encima del 2,5% previsto por LFCF.

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



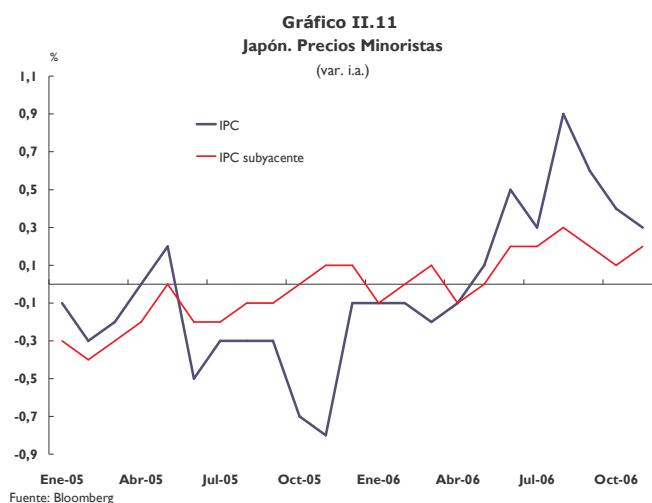
elevaría 0,25 p.p. la tasa MRO en el primer trimestre de 2007 y otros 0,25 p.p. en el segundo semestre, llegando a ubicarse en 4% anual a fines de 2007. Asimismo, el importante crecimiento del agregado monetario M3 es otro elemento que el BCE considera que podría afectar la estabilidad de precios a mediano y largo plazo.



Por su parte, la economía japonesa reduciría su ritmo de crecimiento este año, con una expansión estimada de 1,8% (ver Gráfico II.10). Durante 2006, con un comportamiento débil del Consumo Privado y una caída de la Inversión pública, el incremento del PIB de Japón se fue desacelerando a lo largo del año.

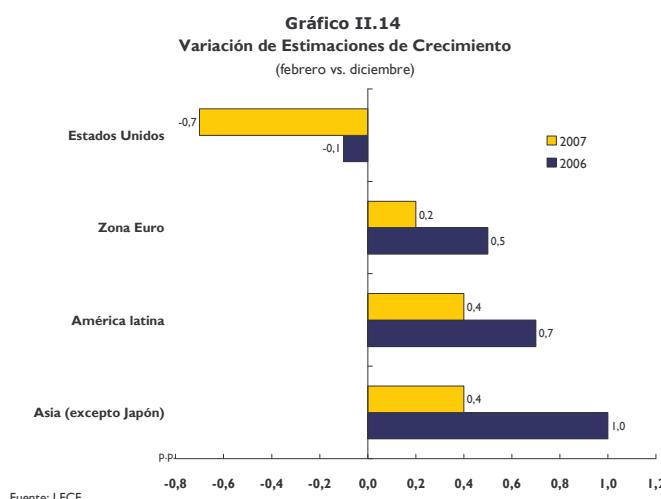
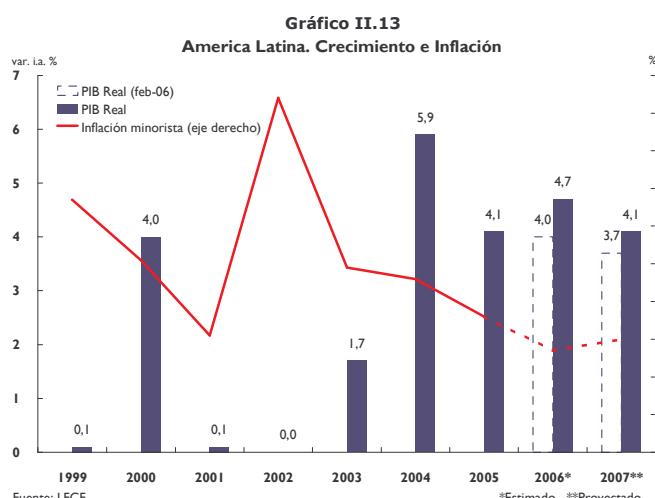
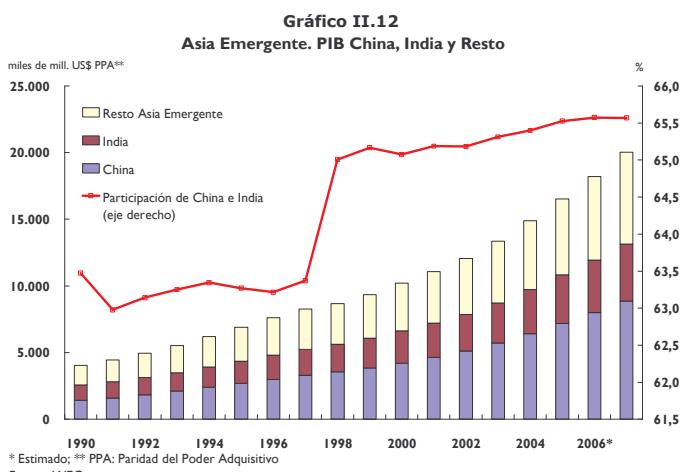
Más allá de la desaceleración de la economía, se espera que en 2007 los precios minoristas de Japón aumenten 0,4% i.a., tasa superior a la del año anterior. Luego de alcanzar un máximo de 0,9% i.a. en agosto de 2006 (la mayor tasa de variación desde 1998), la inflación experimentó una disminución a fines de 2006, al ubicarse en noviembre en 0,3% i.a.. A pesar de su reducido valor en términos absolutos, estos registros son relativamente elevados para la historia reciente (a partir de mayo del último año se ubica en valores positivos). Por su parte, la inflación subyacente (que excluye los alimentos frescos) fue de 0,2% i.a. en noviembre, valor promedio de los últimos seis meses (ver Gráfico II.11).

En la última reunión del 18 de diciembre de 2006, el Banco de Japón (BoJ) mantuvo sin cambios la tasa de interés intradiaria del mercado de "call" en 0,25% anual. Se trató del quinto mes consecutivo que el organismo no modificó la tasa, luego de que el 14 de julio último decidiera finalizar con su política de tasa de interés nula y la elevara de 0% a 0,25% anual. A pesar de la evolución de la inflación y de los resultados de la encuesta Tankan, que presentaron un comportamiento robusto de la actividad industrial⁵, el organismo consideró que dicha expansión aún es insuficiente para compensar la debilidad del gasto en Consumo Privado de la economía japonesa. Sin embargo, dado que el BoJ manifestó que la inflación continuaría en valores positivos en los próximos períodos, sumado a la evolución reciente de las principales variables macroeconómicas y a sus perspectivas, existe un aparente consenso en el mercado de que el organismo aumentaría próximamente la tasa a 0,5%. Aunque existen diferencias en relación al *timing*, se evidencia cierto acuerdo en que el aumento se realizaría antes de finalizado el presente año fiscal (marzo de 2007), concluyendo el año calendario 2007 con un valor de la tasa de referencia en 0,75% anual.



En tanto, Asia emergente continuaría con su fuerte ritmo de expansión, con una tasa estimada de 7,9% para 2006 y de 7,3% para 2007, cifras revisadas al alza en el transcurso del último año. El crecimiento de la región seguiría impulsado por el desempeño de China e India, responsables de más de la mitad del producto regional, que continuarían expandiéndose a tasas superiores a la de Asia emergente en su conjunto (ver Gráfico II.12). En efecto, en términos reales durante 2007 el PIB de China se incrementaría 9,4% y el de India 7,9%, mientras que las tasas habrían sido de 10,4% y de 8,3% en 2006, respectivamente. La inflación de la

⁵ El Índice Tankan de las Condiciones de los negocios para las grandes firmas manufactureras se incrementó de 24 puntos en el tercer trimestre a 25 puntos en el cuarto, al tiempo que las estimaciones de incremento de los Beneficios de dichas empresas para el año fiscal 2006 aumentaron de 1,4% a 6,6% i.a. en el mismo período. En tanto, los planes de Gastos de capital también fueron revisados al alza en el cuarto trimestre de 8,3% i.a. a 10,5% i.a. para toda la industria, al incrementarse de 11,5% i.a. a 12,4% i.a. para las grandes firmas y de -3,1% i.a. a 5,1% i.a. para las pequeñas.



región se mantendría contenida durante 2007, en torno a 3,0%, 0,1 p.p. superior a la que se habría evidenciado en 2006. Por su parte, China experimentaría una aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios minoristas, con un inflación estimada de 1,7% para 2006 y de 2,2% para 2007. En un marco de aceleración de la inflación y de sostenido crecimiento del consumo, de la inversión y del superávit comercial, las autoridades del Gobierno chino profundizarían las medidas tendientes a evitar un recalentamiento de la economía, moderando el crédito y la inversión, por medio del aumento de las tasas de interés y de nuevos incrementos en los requisitos de reservas de los bancos comerciales, entre otras iniciativas.

II.4 América latina

América latina continuaría creciendo por encima de 4% este año, como lo viene haciendo desde 2004 (ver Gráfico II.13). Luego de expandirse cerca de 4,7% en 2006, el PIB de la región avanzaría 4,1% en 2007, tasa 0,4 p.p. superior a la prevista a principios del año pasado (ver Gráfico II.14). Los países de la región, en un contexto internacional favorable caracterizado por altos precios de las materias primas, elevada liquidez internacional e importante crecimiento global, se encuentran en un proceso de consolidación de sus condiciones macroeconómicas, con tipos de cambio flexibles, políticas anticíclicas y mayor solidez fiscal. En efecto, la inflación de América latina habría sido de 4,7% en 2006, siguiendo con la tendencia decreciente evidenciada en los últimos años, y en 2007 se ubicaría cerca de esa tasa (5,0%). En tanto, el resultado en Cuenta Corriente sería nuevamente superavitario (1,7% en 2006 y 0,7% en 2007), al igual que el resultado fiscal primario (2,1% en 2006)⁶. Asimismo, 2006 se destacó por los montos de reservas internacionales acumulados por los países de la región, por la aplicación de políticas de desendeudamiento del sector público y por la mejora en las condiciones financieras de sus pasivos (ver Apartado 1). De esta forma, a diferencia de otros períodos de crecimiento, América latina se encuentra mejor preparada para enfrentar eventuales turbulencias externas, más allá de que constituye un desafío para la región consolidar los logros alcanzados en los últimos años.

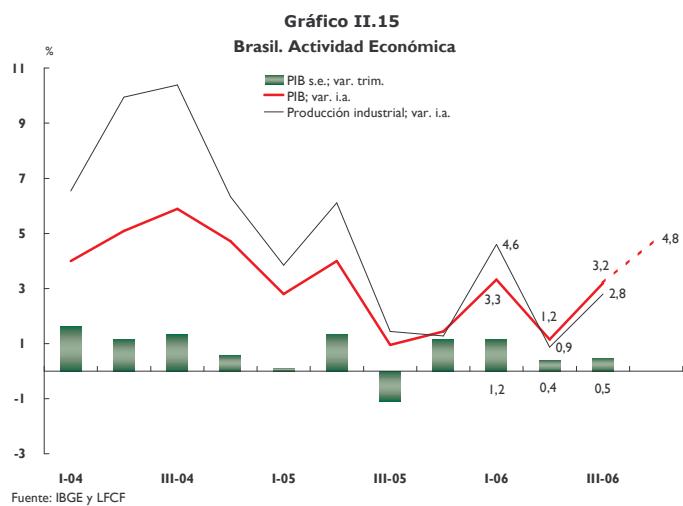
En particular, la economía brasileña aceleraría su tasa de crecimiento en 2007, estimándose una expansión de 3,5% para este año luego de avanzar 3,1%⁷ en 2006, mostrando cierta volatilidad entre trimestres el último año (ver Gráfico II.15). Sin embargo, continúa creciendo a tasas moderadas e inferiores a las registradas por América latina en su conjunto. Durante el período 2002-2006 el Producto brasileño mostró una suave expansión, avanzando en promedio 2,5% anual.

En 2006 la inflación minorista interanual medida a través del Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA) continuó mostrando una tendencia decreciente y finalizó el año cerca de 3,0%, dentro de las bandas estipuladas por el Consejo Monetario Nacional (CMN) para 2006⁸. Si bien en 2007 el mercado proyecta que los precios minoristas se incrementen 4,0%, esta cifra se encuentra por debajo

⁶ Estimaciones para América latina y el Caribe de la Comisión Económica para América latina y el Caribe (CEPAL).

⁷ Si bien LFCF espera que Brasil se expanda 3,1% en 2006, según la encuesta del BCB el Producto crecería 2,7%.

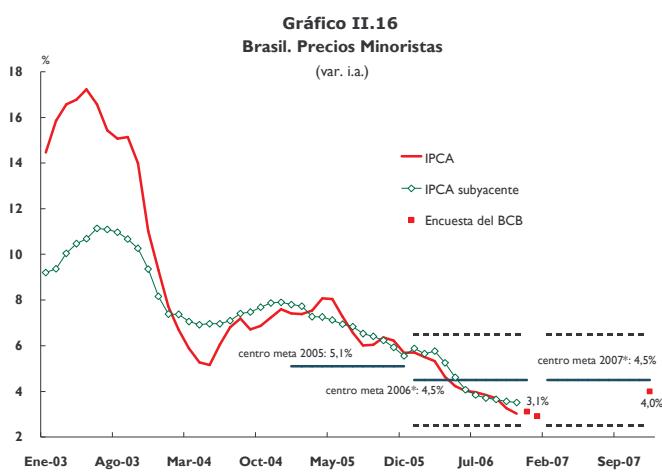
⁸ Para 2006, el CMN estableció un centro de meta para el IPCA de 4,5% con un margen de tolerancia de 2 p.p..



de la prevista a principios de 2006 (4,4%) y cercana al centro de las bandas previstas para 2007⁹ (ver Gráfico II.16).

La evolución de la inflación permitió que el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil (BCB) continúe con el proceso de flexibilización de la política monetaria iniciado en septiembre de 2005. Así, tanto en octubre como en noviembre de 2006 el organismo decidió reducir nuevamente su tasa de referencia Selic 0,50 p.p. en cada ocasión, ubicándola en 13,25% anual. De esta forma, luego de doce recortes consecutivos que implicaron una caída de 6,50 p.p. de la tasa de referencia, el Copom llevó la tasa Selic a su menor nivel desde su existencia como tasa de referencia.

Ante un contexto de expectativas inflacionarias reducidas y en línea con la meta de inflación para el presente año, según la encuesta del BCB el organismo monetario prolongaría durante 2007 el “ciclo bajista” de las tasas de interés, aunque existe cierta incertidumbre en relación a magnitud de los recortes. Al respecto, el Copom señaló que dados los estímulos existentes tendientes a expandir el gasto agregado, la incertidumbre respecto de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la menor diferencia entre la tasa de referencia y la tasa que el BCB considera de equilibrio para el mediano plazo, a partir de un determinado momento deberá reducirse el ritmo de flexibilización de la política monetaria. Con todo, la tasa de referencia Selic se ubicaría a fines de 2007 en 12% anual.



⁹ Para 2007 y 2008, el CMN estableció, al igual que para 2006, un centro de meta de 4,5% con un margen de tolerancia de 2 p.p..

Apartado 1. América latina emite deuda a más largo plazo y en moneda doméstica

En los últimos años las economías de América latina aprovecharon el favorable contexto internacional y los progresos macroeconómicos logrados para sanear sus finanzas públicas y disminuir su vulnerabilidad externa. Favorecidos por un escenario de elevada liquidez internacional, altos precios de las materias primas y apoyados en el fortalecimiento alcanzado en las principales variables económicas y financieras, varios países de la región avanzaron en la aplicación de políticas anticíclicas, incrementando significativamente sus niveles de Reservas Internacionales y mejorando la gestión de la deuda pública. Países como Brasil, México, Argentina, Uruguay, Venezuela y Colombia, entre otros, están participando de esta nueva etapa de progresos en la administración de los pasivos y fortalecimiento de la economía real, que incluye pagos anticipados a organismos internacionales, el rescate anticipado de parte de su deuda pública y mejoras de sus condiciones financieras (ver Cuadro N° 1).

En particular, en los últimos dos años, Brasil y Venezuela rescataron bonos *Brady* del mercado, Brasil, Argentina y Uruguay cancelaron anticipadamente vencimientos de deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en tanto México, Brasil y Colombia realizaron recompras de deuda financiadas con recursos del Tesoro y nueva deuda. Operaciones como éstas se tradujeron en un avance importante en las condiciones financieras de los pasivos de estas economías, alentando bajos niveles de *spreads* soberanos y la aceptación por parte de los inversores de nuevos bonos a plazos más largos, en moneda local y/o con menores rendimientos.

Cuadro N° 1: Principales variables macroeconómicas

	2002	2003	2004	2005	2006*	2007**	
PIB	(var. % i.a.)						
Brasil	1,9	0,5	4,9	2,3	3,1	3,5	
México	0,9	1,6	4,1	3,0	4,5	3,4	
Venezuela	-8,9	-7,8	18,3	10,3	8,9	6,1	
Colombia	1,9	3,9	4,8	5,2	5,2	4,5	
IPC	(var. % prom. anual)						
Brasil	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1	4,0	
México	5,7	4,0	5,2	3,3	3,8	3,5	
Venezuela	31,2	27,1	19,2	14,4	15,7	15,3	
Colombia	7,0	6,5	5,5	4,9	4,5	4,3	
Cuenta Corriente	(en % del PIB)						
Brasil	-2,0	0,8	1,8	1,7	1,3	0,5	
México	-2,1	-1,4	-1,0	-0,6	-0,4	-1,2	
Venezuela	8,1	13,9	14,2	18,5	19,1	12,1	
Colombia	-1,7	-1,2	-1,0	-1,6	-1,7	-2,2	

	2002	2003	2004	2005	2006*	2007**	
Resultado Fiscal	(en % del PIB)						
Brasil	-4,6	-5,1	-2,7	-3,3	-3,1	-2,5	
México	-1,3	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	-0,1	
Venezuela	-3,3	-4,3	-1,9	1,7	-2,7	-2,7	
Colombia	-3,6	-2,6	-0,5	-0,6	-1,4	-1,8	
Deuda Externa Pública	(en % del PIB)						
Brasil	24,0	23,6	19,0	11,1	6,8	6,5	
México	12,2	12,4	11,7	9,3	8,2	7,5	
Venezuela	24,2	29,9	24,9	22,5	14,6	10,6	
Colombia	28,1	30,9	26,6	19,7	18,7	18,6	
Reservas Internacionales	(miles de millones de US\$)						
Brasil	37,7	49,1	52,7	79,0	99,8	96,8	
México	50,6	59,0	64,1	71,3	78,3	79,3	
Venezuela	8,5	16,0	18,4	25,4	35,4	33,9	
Colombia	10,7	10,8	13,4	14,9	15,3	15,5	

*estimado **proyectado

Recientemente, continuando con la mejora del perfil de los pasivos, se realizaron emisiones de nueva deuda en moneda local, a tasa fija, sin mecanismos de indexación y a más largo plazo. Estas operaciones reflejan la mayor confianza de los inversores internacionales en la consolidación de las mejoras logradas hasta el momento y en las favorables perspectivas económicas. En efecto, al mismo tiempo que los países de la región estuvieron dispuestos a pagar un costo adicional con el objetivo de modificar el perfil de vencimiento de sus pasivos y disminuir su exposición a variaciones en el tipo de cambio y en la tasa de interés, dados los altos niveles de liquidez, los inversores se habrían visto atraídos por estos instrumentos gracias a los mayores rendimientos que ofrecen en relación a la deuda en moneda extranjera, en un contexto de reducidos *spreads*.

Durante los últimos cuatro meses de 2006 Brasil emitió deuda de largo plazo en moneda local a tasa fija, operación que se suma al programa de recompra de títulos de deuda pública iniciado a principios de ese año. Específicamente, realizó tres colocaciones de un mismo título: Global BRL 2022 (septiembre, octubre y diciembre). Se trata de un instrumento denominado en reales con vencimiento en 2022 (15 años de plazo) y con cupón semestral que paga una tasa fija de 12,5% anual. El monto total colocado luego de las tres licitaciones fue de R\$3.000 millones, lo que representó US\$1.390 millones (ver Cuadro N° 2). Si bien la primera emisión fue colocada bajo la par, las dos reaperturas subsiguientes se efectuaron sobre la par. Se trató del segundo título emitido en los últimos 12 años con las características generales descriptas, dado que en septiembre de 2005 se colocaron en el mercado R\$3.400 millones de Global BRL 2016 con idénticas condiciones de emisión a las del Global BRL 2022, a excepción del plazo. Considerando las recientes colocaciones, a noviembre de 2006, el 4,1% de la deuda pública externa total brasileña estaba en moneda doméstica, mientras que dos años atrás esa proporción era nula.

El 26 de octubre pasado México realizó una colocación de un bono a 30 años en moneda local a tasa fija. Este nuevo instrumento, llamado Bonos 30, está denominado en pesos mexicanos y con cupones semestrales que pagan una tasa fija de 10% anual (ver Cuadro N° 2). La cantidad programada y emitida fue de \$MX2.000 millones (US\$185 millones) y fue colocado sobre la par. Es relevante mencionar que la demanda superó en 6,3 veces el monto adjudicado. El Gobierno mexicano tiene programado incrementar la emisión de este nuevo título público realizando licitaciones trimestrales y en los primeros tres meses de 2007 buscaría colocar \$MX3.500 millones (aproximadamente US\$280 millones). Estas emisiones se suman a otras colocaciones que se vienen efectuando desde 2003 de bonos a tasa fija a 20 años, de las que se han realizado 13 colocaciones en 2006.



Desde mediados del año pasado Perú realizó ocho colocaciones de un nuevo título público, llamado Bono Soberano 12AGO2026. Este instrumento está denominado en nuevos soles, tiene un plazo de 20 años y paga una tasa fija de 8,20% anual a través de cupones semestrales. Cabe mencionar que todas las emisiones fueron colocadas sobre la par y totalizaron S/.1.417 millones (US\$434 millones). De esta forma, el Gobierno peruano emitió deuda sin indexar a más largo plazo, dado que en los últimos años había estado endeudándose bajo similares características pero a un plazo máximo de 15 años (Bono Soberano 12AGO2020).

Cuadro N° 2: Colocaciones de deuda a largo plazo en moneda local y a tasa fija en América latina en 2006

	Títulos	Fecha de Emisión	Vencimiento	Monto Emitido en Moneda Local (en millones)	Monto Emitido en Dólares * (en millones)	Plazo (años)	Tasa anual (%)	Período	Rendimiento (%)
Brasil	Global BRL 2022	Sep-06	Ene-22	1.600,0	743,4	15	12,5	semestral	12,875
	Global BRL 2022	Oct-06	Ene-22	650,0	300,7	15	12,5	semestral	12,466
	Global BRL 2022	Dic-06	Ene-22	750,0	346,1	15	12,5	semestral	11,663
México	Bonos 30	Oct-06	Oct-36	2.000,0	184,7	30	10,0	semestral	8,080
Perú	Bono Soberano 12AGO2026	May-06	Ago-26	135,0	41,3	20	8,2	semestral	-
	Bono Soberano 12AGO2026	May-06	Ago-26	120,0	36,7	20	8,2	semestral	-
	Bono Soberano 12AGO2026	May-06	Ago-26	78,7	24,1	20	8,2	semestral	8,150
	Bono Soberano 12AGO2026	May-06	Ago-26	45,0	13,8	20	8,2	semestral	8,190
	Bono Soberano 12AGO2026	May-06	Ago-26	240,0	73,4	20	8,2	semestral	7,550
	Bono Soberano 12AGO2026	May-06	Ago-26	171,0	52,3	20	8,2	semestral	7,390
	Bono Soberano 12AGO2026	May-06	Ago-26	240,0	73,4	20	8,2	semestral	7,100
	Bono Soberano 12AGO2026	May-06	Ago-26	387,7	118,6	20	8,2	semestral	6,790

* Los valores en dólares fueron calculados utilizando el tipo de cambio del día de emisión del bono

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda de Brasil, Banco Central de México, Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México, y Ministerio de Economía y Finanzas de Perú

Además de Brasil, México y Perú, con mayor o menor grado de avance, otras economías de la región se dirigirían a mejorar sus pasivos financieros a partir de la colocación de deuda nominada en moneda local, con plazos más largos y, en la medida que el mercado lo permita, sin indexar. En Uruguay, el Gobierno realizó una colocación en septiembre, que luego amplió en octubre, de un bono denominado en pesos con vencimiento en 2018 a una tasa de 5% anual, indexado a la inflación. Así, se evidencia que varios países de América latina se encuentran en un proceso de disminución de la participación de sus pasivos en moneda extranjera en el total adeudado, y como contrapartida, en una fase de incremento del porcentaje en moneda local (ver Cuadro N° 3).

Cuadro N° 3: Deuda pública. Participación de la deuda en moneda local* en el total

(en %)

	2002	2003	2004	2005	2006
Argentina ¹	23,6	24,1	24,4	48,3	46,6
Brasil ²	54,7	62,6	67,5	74,5	81,2
Colombia ³	35,0	35,9	41,2	51,1	52,4
México ⁴	59,9	59,5	60,9	67,0	74,5
Perú ⁵	8,1	8,1	10,0	16,3	18,2
Promedio Ponderado	49,1	50,9	54,0	65,0	71,4

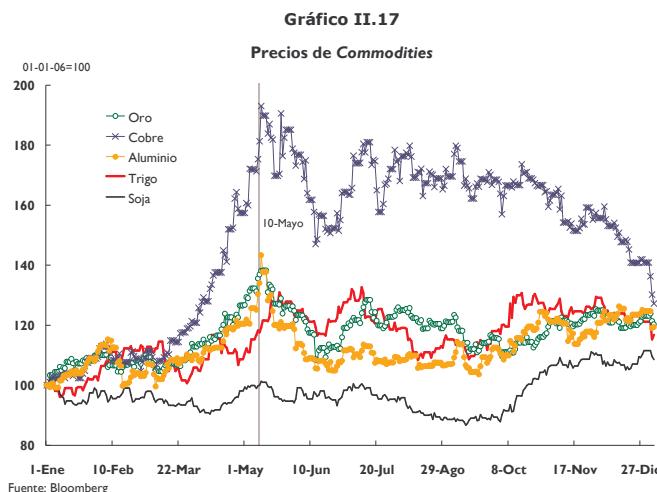
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bancos Centrales y Ministerios de Hacienda de los respectivos países

* Incluye deuda indexada

1) Deuda Bruta del Sector Público Nacional, para 2006 corresponde el stock a junio; 2) Deuda Neta del Gobierno Federal, para 2006 corresponde el stock a noviembre; 3) Deuda Bruta del Gobierno Nacional Central, para 2006 corresponde el stock a noviembre; 4) Deuda Neta del Gobierno Federal, para 2006 corresponde el stock a septiembre; 5) Deuda del Gobierno Central, para 2006 corresponde el stock a septiembre.

Los avances obtenidos en el campo fiscal junto al compromiso que muestran los países en este frente y la mejora en las principales variables macroeconómicas, podrían continuar manteniendo en los próximos meses los niveles históricamente bajos de spreads soberanos alcanzados.

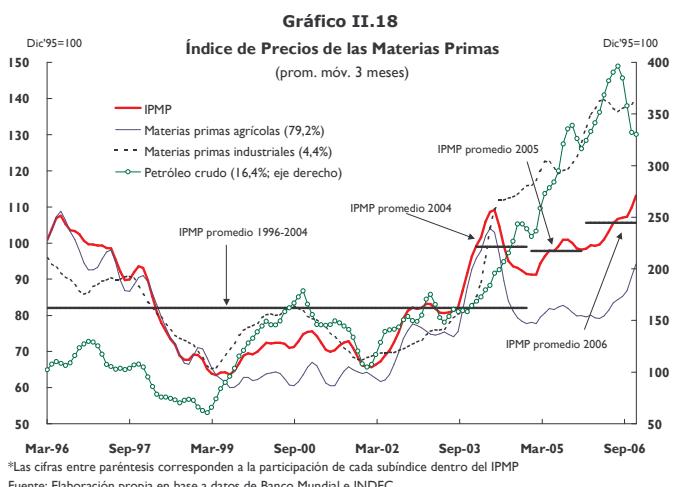
En síntesis, en un contexto internacional propicio, caracterizado por un sólido crecimiento y bajas tasas de interés, junto con la mejora de los *fundamentals* de la región, diversos países vienen realizando exitosamente operaciones de reestructuración de los perfiles de sus deudas, tales como rescates de los títulos públicos más costosos y/o con vencimientos cercanos, “canjes” de bonos denominados en moneda extranjera por otros en moneda nacional y colocaciones a largo plazo en moneda doméstica. Es cierto que la liquidez en los mercados internacionales continúa siendo un factor que influye en gran medida en la receptividad de los nuevos títulos financieros emitidos en los mercados internacionales como en el resto de las operaciones. Sin embargo, también las condiciones de las economías locales estarían permitiendo una mejora de las finanzas públicas y contribuyendo de esta forma a atenuar la vulnerabilidad externa de la región.



II.5 Precios de las Materias Primas

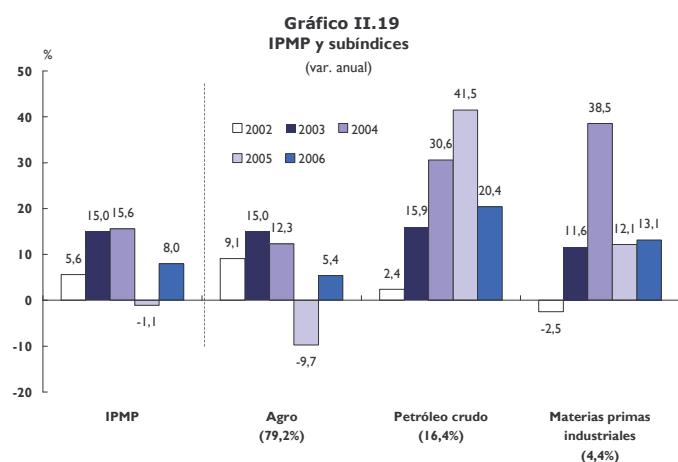
Los precios de las materias primas continuaron registrando valores elevados en los últimos meses del año, en un escenario de crecimiento de la demanda mundial y una oferta limitada en algunos casos puntuales. En efecto, las cotizaciones de las materias primas agrícolas siguieron en aumento, mientras que el precio del petróleo mantuvo su volatilidad. En tanto, las cotizaciones de los metales, luego de mostrar valores récord en la primera mitad del año, registraron una leve caída en el tercer trimestre, pero finalizaron 2006 en niveles superiores a los de 2005 (ver Gráfico II.17 y Apartado 2).

La evolución que mostraron las cotizaciones en el cuarto trimestre determinó que el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que refleja la evolución promedio de los precios de los productos primarios básicos más relevantes en las exportaciones argentinas, finalice el año en un máximo histórico. En efecto, los importantes aumentos en los valores de las materias primas agrícolas, en particular maíz, trigo y el complejo sojero, y la estabilidad promedio del petróleo crudo, determinaron una nueva suba del IPMP. De esta forma, en 2006 el Índice se ubicó en promedio 26,4% por encima de la media histórica de la serie, que se inicia en 1996 (ver Gráficos II.18 y II.19).



Las cotizaciones del complejo sojero revirtieron en el cuarto trimestre la tendencia que venían mostrando en la primera mitad del año. Así, en el cuarto trimestre, los precios de los porotos, el aceite y los pellets tuvieron importantes incrementos de 9%, 7% y 10%, respectivamente. Este encarecimiento de la soja no está directamente relacionado con un faltante de oferta dado que las estimaciones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) muestran un aumento de producción mundial de aproximadamente 5% en relación a la campaña 2005/2006, variación suficiente para aumentar la relación *stock-consumo*. Así, en términos de los *fundamentals*, el escenario para los precios de la soja parecería ser a la baja. Sin embargo, el riesgo de una pérdida de área a favor del maíz, sumado a la intervención de los fondos de inversión y a un incremento de la demanda de aceite para la producción de biodiesel, llevarían a sostener los precios de esta oleaginosa durante 2007 (ver Cuadro II.1).

Por su parte, los precios del maíz continuaron con su tendencia ascendente y alcanzaron un máximo histórico en noviembre de 165 US\$/tn. Esto obedeció a la combinación de una demanda que sigue en expansión y una oferta que no puede satisfacerla. El crecimiento de la demanda fue impulsado principalmente por la producción de etanol, el consumo humano y el uso forrajero que se le suele dar al maíz. La relación *stock-consumo* mundial es la más baja de los últimos treinta años, a pesar de que la cosecha resultó una de las más importantes de los últimos tiempos. Si bien el USDA estima un aumento del área a sembrar para la próxima campaña (Estados Unidos modificó normas agrícolas, lo que liberaría zonas destinadas a fines no productivos, y además áreas previamente destinadas a soja se volcarían a la producción de maíz), también se espera un significativo incremento de la demanda para la producción de biocombustible, por lo tanto la relación *stock-consumo* no parecería mostrar signos de mejora para 2007.



Cuadro II.1

Estimación de Producción Mundial de Granos
 (millones de toneladas)

Producto	Campaña 05/06	Campaña 06/07			
		Producción estimada a		Stocks finales estimados a	
		Sep-06	Dic-06	Sep-06	Dic-06
Trigo	619,7	596,1	588,6	126,4	120,7
Maíz	695,2	690,8	692,9	92,3	92,7
Soja	218,0	221,9	226,8	52,5	55,7

Fuente: USDA

El precio del trigo registró una nueva suba de 7% en el cuarto trimestre de 2006, alcanzando un valor de 210US\$/tn. Este incremento se explica por las bajas cosechas obtenidas en las últimas campañas de los principales países productores, en especial Australia, Ucrania y Rusia, en un contexto de demanda sostenida. En este caso, la relación *stock-consumo* es la más baja de los últimos veinticinco años. Sin embargo, la situación del trigo no es tan ajustada como la del maíz, porque en el maíz el consumo crece año a año y en el caso del trigo se mantiene relativamente constante, a lo que se le suma una mayor capacidad de reacción de productores marginales ante las señales de precios. En este escenario, se espera que en los próximos meses la cotización del trigo se mantenga en los valores actuales hasta que se inicie la campaña del hemisferio norte en el segundo trimestre del año.

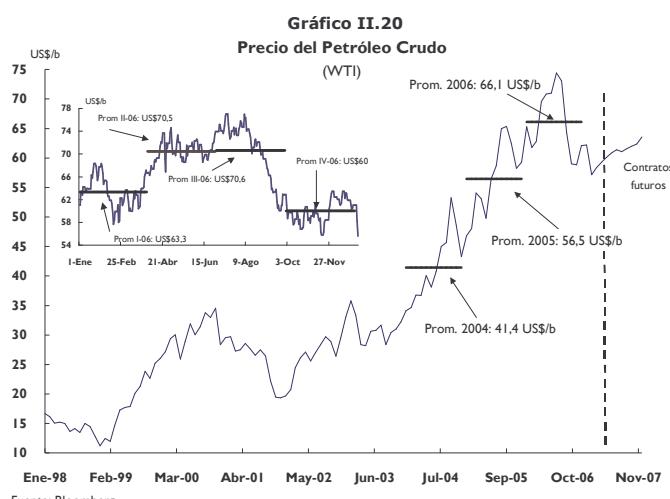
El petróleo crudo registró en el último bimestre de 2006 una mejora en sus precios, luego de mostrar caídas durante septiembre y octubre. Así, la cotización del crudo *West Texas Intermediate (WTI)* pasó de 59US\$/barril en octubre a 62 US\$/barril en diciembre, mostrando un alza de 5,3%. Desde el lado de la oferta, la suba podría obedecer al anuncio de un nuevo recorte (500.000 barriles diarios) por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) para febrero próximo. Por el lado de la demanda, si bien Estados Unidos advirtió tener menores inventarios de crudo, productos refinados y combustibles para calefacción, las temperaturas a final del año fueron mayores a lo esperado, mermorando el impacto de la caída de los stocks. Para los próximos meses, se espera que el precio del crudo continue mostrando un comportamiento volátil, influido por los riesgos geopolíticos en países productores de petróleo, como en Irán, por su resistencia a cumplir con la resolución de las Naciones Unidas para que suspenda su programa nuclear (ver Gráfico II.20).

Las cotizaciones de las materias primas industriales se mantuvieron, en general, en valores elevados en el último trimestre del año, luego de haber mostrado una leve desaceleración entre julio y septiembre. Esto obedecería a que los niveles de stocks, en muchos de los casos, se encontraban históricamente bajos para abastecer una demanda que continúa creciendo, debido principalmente a la expansión económica de China e India. En particular, se destacó el aumento del precio del oro, que alcanzó 640 US\$/onzza, inducido además por la debilidad del dólar y posibles tensiones geopolíticas, generando mayor demanda de este metal precioso como reserva de valor.

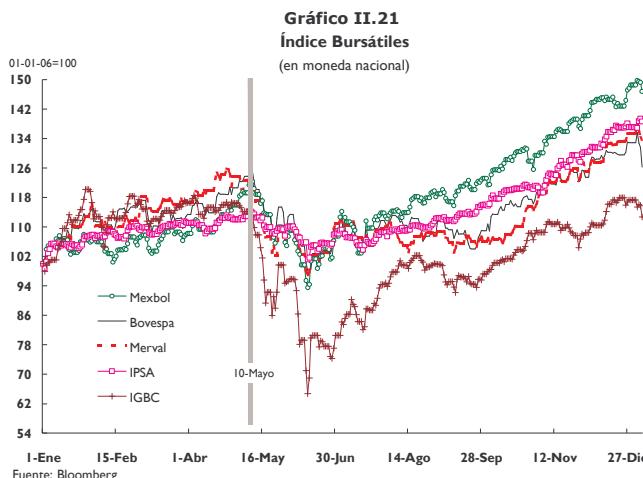
Para los próximos meses se prevé que los precios de las materias primas se mantengan en niveles elevados, similares a los registrados en promedio durante 2006. Esto se fundamenta en las estimaciones mundiales de crecimiento económico para 2007 y en el incremento de las importaciones chinas e indias de productos alimenticios, insumos para el sector industrial y petróleo para abastecer la importante demanda interna de estas economías en pleno crecimiento.

II.6 Flujo de Capitales

Las condiciones financieras internacionales seguirían siendo favorables para América latina en 2007, en un contexto en el que no se descartan posibles alzas marginales en las tasas de referencias de algunas de las principales economías del mundo. A pesar de las



Fuente: Bloomberg



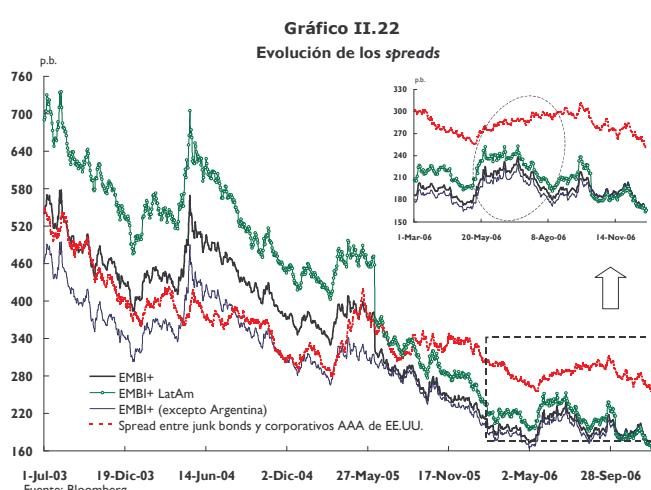
mayores tasas de interés internacionales evidenciadas en 2006, la liquidez internacional se mantuvo elevada. Esta situación, junto con la mejora de las condiciones macroeconómicas de los países latinoamericanos, ubicados en la fase expansiva del ciclo económico, se reflejó en la evolución de los *spreads* soberanos de las economías de la región que mostraron un tendencia decreciente.

Si bien en mayo y junio pasado se registró un período de alta volatilidad en los mercados financieros globales, que en América latina se manifestó principalmente en los mercados accionarios, en la evolución de los tipos de cambio, y en menor medida en los *spreads* soberanos, los activos financieros regionales no sólo se recuperaron, sino que continuaron evolucionando positivamente en los últimos meses (ver Gráfico II.21). En particular, el riesgo de la región alcanzó un nuevo mínimo histórico a fines de 2006 (el EMBI+LatAm se ubicó en 185 p.b. el 28 de diciembre último; ver Gráfico II.22). Asimismo, continuó el proceso de *decoupling* entre el *spread* de la región y el existente entre los títulos calificados de alto riesgo y los corporativos AAA de Estados Unidos, ubicándose en torno a 75 p.b. en los últimos meses. Ante este favorable contexto, que se estima continuaría, los flujos de capitales hacia América latina se incrementarían en 2007.

Las perspectivas internacionales para Argentina resultan favorables, ante las expectativas de un elevado crecimiento mundial y de inflación contenida, los altos precios de las principales materias primas y el mantenimiento de un contexto de alta liquidez internacional.

Sin embargo, subsisten ciertos riesgos para la economía mundial. Uno de ellos proviene de la evolución del precio del petróleo. Importantes aumentos en el valor de esta materia prima generaría posiblemente presiones inflacionarias a nivel mundial que podrían inducir incrementos en las tasas de interés de referencia de las principales economías, con su consiguiente impacto sobre la actividad global y los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Asimismo, resulta incierto el alcance del enfriamiento del mercado inmobiliario de Estados Unidos. Un mayor deterioro de este sector podría provocar una desaceleración más pronunciada de la economía norteamericana, lo que ocasionaría una reducción en la actividad y el comercio mundial. Por otro lado, y aunque se espera que los precios de las materias primas se mantengan elevados en los próximos meses, su evolución constituye otro factor de incertidumbre.

La forma de corrección de los desequilibrios globales y la posibilidad de un nuevo período de volatilidad de los mercados financieros internacionales, también son focos de riesgo. Si bien la volatilidad evidenciada en mayo y junio de 2006 tuvo un efecto temporal y relativamente moderado en la región, incluyendo a nuestro país, la consolidación de las mejoras macroeconómicas alcanzadas resultaría indispensable para prevenir aún más los efectos de eventuales *shocks* externos. Finalmente, las consecuencias del fracaso de las negociaciones comerciales multilaterales bajo la Ronda de Doha, que podrían alentar a un mayor proteccionismo, constituyen otro punto a considerar. Con excepción de la evolución del precio del petróleo, el cual presenta una volatilidad intrínseca y es afectado por conflictos geopolíticos, la probabilidad de ocurrencia del resto de los riesgos actualmente es relativamente baja.



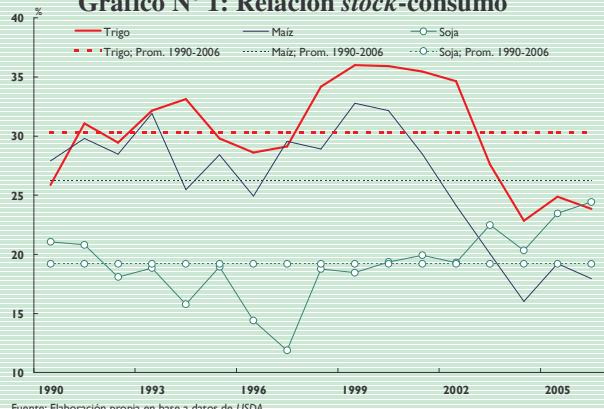
Apartado 2. Los precios de las materias primas y sus fundamentos de mercado

Después de mantener una tendencia creciente a lo largo de los últimos cinco años, los precios de las materias primas continúan en valores históricamente elevados, convirtiéndose en uno de los períodos de precios alcistas más largos en, al menos, 25 años. La sorprendente extensión de este ciclo hace que cada año surjan pronósticos que auguran el final de estas subas y el comienzo de una fase descendente. Sin embargo, el auge en los precios de las materias primas no estaría agotado ya que uno de los principales fundamentos de las alzas es el igualmente inédito ciclo de expansión económica global, que lejos de finalizar, continuaría consolidándose a lo largo de 2007.

Las cotizaciones internacionales de algunos productos agrícolas muestran precios elevados si se los compara con los promedios de las últimas dos décadas, que si bien no son los máximos históricos, resultan más relevantes por las mayores dimensiones de estos mercados. Las principales causas de este fenómeno, por el lado de la demanda, han sido el crecimiento en el consumo alimenticio en los países emergentes (principalmente por parte de China e India) impulsado por la mejora en sus ingresos y la creciente utilización de biocombustibles en los países desarrollados. Como la actividad agrícola tiene una alta sensibilidad a los precios (por el bajo costo que representa cambiar de cultivo entre campañas), no resulta extraño que tras un buen año en sus valores, la oferta se dispare y por lo tanto que se moderen las subas de precios. A pesar de esta relación habitual en los mercados agrícolas, la bonanza en las cotizaciones ha persistido aún cuando la oferta respondió a los mayores precios e incluso en algunos casos con cosechas récord.

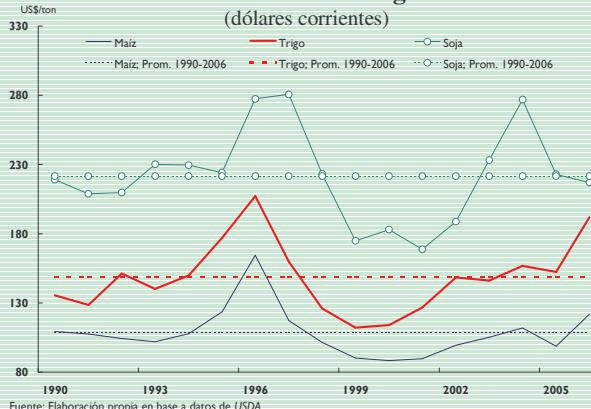
En este marco, los principales productos agrícolas que exporta Argentina presentan dos situaciones marcadamente diferentes. Por un lado, los precios del trigo y del maíz recientemente profundizaron la tendencia alcista de los últimos años ante un ajuste importante en la relación entre *stock* y consumo, que se ubica en niveles mínimos históricos. En el caso del maíz, se estaría produciendo un cambio estructural en el mercado generado por un fuerte crecimiento de la demanda, orientado en parte a la producción de biocombustibles, que a pesar de ser acompañado por cosechas récord en varios de los principales productores mundiales, no alcanza para evitar la caída en la relación *stock-consumo*, situación que impacta directamente sobre los precios y la intención de siembra a nivel global (ver Gráficos N° 1 y N° 2).

Gráfico N° 1: Relación stock-consumo



Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

Gráfico N° 2: Precios agrícolas



Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

En el caso del trigo, la ajustada relación entre *stocks* y consumo no responde a un marcado aumento de la demanda, sino a que diferentes fenómenos climáticos actuaron sobre importantes regiones productoras en las últimas campañas, deteriorando la producción a nivel mundial. En consecuencia, dado que históricamente precios altos en una cosecha generaron expansiones significativas en la siembra de la campaña siguiente, es esperable que en la medida que el clima no juegue nuevamente en contra, los precios retornen a niveles más cercanos a los promedios históricos.

Por el contrario, los *stocks* de soja como proporción del consumo se ubican en valores máximos en términos históricos, a pesar de lo cual las cotizaciones se mantienen elevadas. Una explicación a esta situación podría ser que está operando otro fenómeno que tiene que ver con el ciclo productivo agrícola. Dado que la soja compite con el maíz por el área de siembra, los precios actuales de la oleaginosa responderían a posibles caídas en su producción en la próxima campaña por un desplazamiento de la siembra hacia el maíz. Con todo, es de esperar que mientras persistan los fundamentos sólidos en que se sustenta el crecimiento de la demanda de productos agrícolas, los precios en promedio continuarán en valores elevados en el corto plazo.

El caso del petróleo presenta algunas características distintivas respecto al resto de las materias primas. Desde comienzos de la década de 1990 se registró una fuerte expansión de la demanda, tanto por mayores niveles de actividad global como por una menor eficiencia en la utilización de la energía por unidad producida. Si bien esto estuvo acompañado por el crecimiento en la producción mundial de crudo, la capacidad de refinamiento se mantuvo un tanto rezagada¹⁰. Así, los incrementos en las cotizaciones del petróleo a nivel internacional, que resultaron más notorios en los últimos años, habrían respondido en parte a

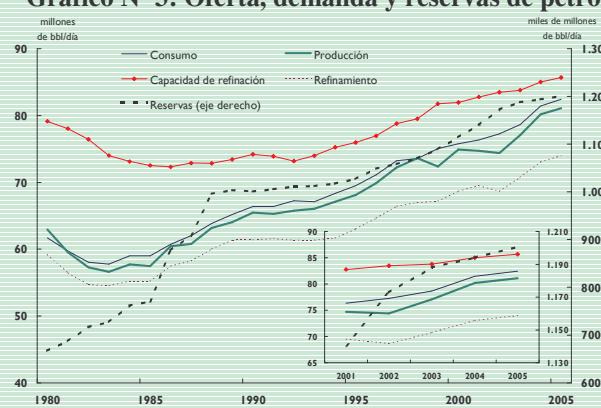
¹⁰ Entre 1990 y 2005 la producción y el consumo se incrementaron 24%, en tanto que la capacidad de refinamiento aumentó 16%.

algunos cuellos de botella principalmente en el refinamiento, donde la capacidad ociosa se ubica en mínimos históricos (ver Gráficos N° 3 y N° 4).

Adicionalmente, la evolución del precio del petróleo crudo, fuente básica de 36% de la energía utilizada en todo el mundo¹¹, presenta una alta volatilidad generada por factores muy difíciles de prever y mensurar como son los eventos geopolíticos. Dado el grado de conflictividad que ha tenido históricamente la principal región productora¹², las cotizaciones de esta materia prima no han respondido solamente al balance entre oferta y demanda física. Asimismo, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)¹³ ha tenido cierta influencia en las cotizaciones mediante la administración de las cuotas de producción¹⁴. Es por esto que, en parte, los precios actualmente se mantienen en niveles elevados, más allá de que ciertos focos de conflicto se han atenuado.

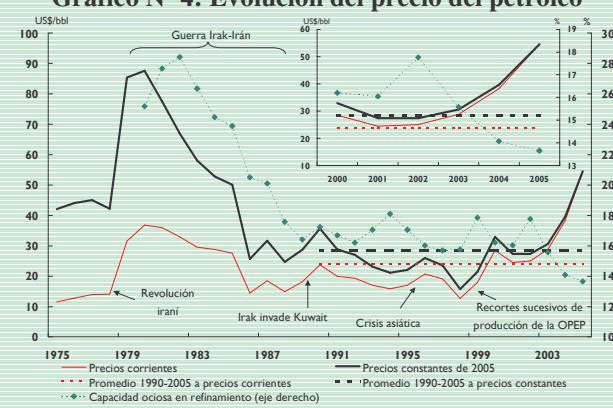
Los hallazgos de reservas en regiones menos propensas a problemas políticos, como fueron los descubrimientos en Canadá en el año 2002, o la estabilización económica y política en los países de la ex Unión Soviética, podrían contribuir a reducir la volatilidad del mercado permitiendo que los precios reflejen en forma más apropiada la situación subyacente de oferta y demanda, la cual mejoraría en la medida que vayan madurando los proyectos de inversión en refinación actualmente en desarrollo. De todas formas, y teniendo en cuenta las condiciones imperantes en este mercado, se espera que los precios del petróleo mantengan la volatilidad que ha venido caracterizando a esta materia prima.

Gráfico N° 3: Oferta, demanda y reservas de petróleo



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BP Statistical Review of World Energy 2006

Gráfico N° 4: Evolución del precio del petróleo



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BP Statistical Review of World Energy 2006

El ciclo de expansión económica a nivel global también se ha reflejado de forma particular en el caso de los metales, dada la dificultad intrínseca del sector minero para responder rápidamente con expansiones en la producción ante *shocks* de demanda. Dentro de los metales se pueden distinguir los de uso puramente de la industria (cobre, zinc, níquel, aluminio, entre otros) y los metales preciosos (oro y plata), aunque estos últimos también se utilizan en procesos manufactureros¹⁵. Así, en los últimos años los mercados de oro y plata recibieron un doble impacto: el del crecimiento de la riqueza, con especial importancia en China e India, y el de la expansión de la industria electrónica. Además, el encarecimiento en los costos de producción, fundamentalmente por los mayores precios de la energía, resulta un factor adicional en la coyuntura de estos mercados.

En este marco, la situación de producción y demanda de estos productos muestra una realidad similar a la de algunos productos agrícolas, aunque para explicar el comportamiento de las cotizaciones de los metales industriales, además de los niveles de *stocks*, un indicador relevante por el lado de la demanda es, justamente, la evolución de la producción industrial. En este sentido, la sostenida expansión económica en Asia y algunos países desarrollados, mantienen bajas las relaciones entre *stocks* y demanda para abastecer a la actividad manufacturera, ejerciendo presión sobre las cotizaciones de los metales.

En suma, el elevado nivel actual de precios de las materias primas responde a una confluencia de factores. El largo ciclo de expansión económica global pone de manifiesto algunas restricciones en la capacidad de abastecimiento de *commodities*. Además, la fuerte concentración de la demanda energética en el petróleo, que muestra una alta volatilidad en su precio, generó que la cotización de otras materias primas, como las metálicas (intensivas en energía) recibiera un doble impacto: el crecimiento de la demanda y la suba de costos. En la medida que la conflictividad que impacta en el mercado petrolero se reduzca, podrían verse disminuciones en los precios del resto de las materias primas, aunque los valores en términos generales se mantendrían por encima de los promedios de décadas pasadas, dado que la demanda de estos productos seguiría mostrándose firme.

¹¹ Si se añade el uso de gas natural al del petróleo, la proporción de energía originada por estas fuentes a nivel mundial alcanza 60%.

¹² En Medio Oriente se concentra aproximadamente 62% de las reservas comprobadas y 30% de la producción mundial.

¹³ Los miembros actuales son: Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Venezuela, Argelia, Indonesia, Irán, Irak, Kuwait, Libia, Nigeria y Qatar. Actualmente comprenden 80,6% de las reservas y 41,1% de la producción mundial de petróleo.

¹⁴ Desde que el precio del petróleo comenzó a descender en agosto pasado, la OPEP definió dos recortes de producción tendientes a acotar esta caída.

¹⁵ El oro y la plata se utilizan como semiconductores en electrónica por tener un grado de conductividad mayor que otros metales.

III. ACTIVIDAD ECONÓMICA

III.1 Síntesis

La economía mantiene un ritmo de crecimiento elevado. En 2006 el PIB habría terminado con una expansión superior a 8,5% interanual (i.a.), por encima de las estimaciones iniciales. El gasto interno sigue siendo el principal impulsor del crecimiento, a partir del alza del Consumo y la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF).

El Consumo habría continuado siendo el componente que más contribuyó al crecimiento de la economía el año pasado, tal como habría sucedido en el cuarto trimestre, y su expansión anual habría resultado algo inferior a 8% en 2006. En este sentido, el alza de los salarios reales, del empleo y del crédito continuaron impulsando el Consumo Privado, en un marco de elevada confianza de las familias. Para 2007 se prevé que las subas dispuestas en jubilaciones, pensiones y asignaciones familiares, más los resultados de las nuevas negociaciones salariales en el sector privado registrado, alienten otro aumento del consumo de los hogares, aunque levemente inferior al de 2006.

La IBIF finalizaría el año con una suba cercana a 18% i.a. que duplica el crecimiento de la economía. Así, la Tasa de Inversión ascendería a 21,5% del PIB (medida a precios constantes), nivel que casi duplica el verificado durante la crisis. Para 2007 se prevé que la IBIF siga expandiéndose por encima del promedio de la economía, presentando una suba levemente superior a 13% i.a., lo que permitiría elevar la Tasa de Inversión a más de 22% del PIB. En tanto, las Exportaciones Netas (XN) continuaron reduciéndose durante 2006, dado que el incremento de las importaciones en cantidades siguió superando el ritmo de expansión del volumen de exportaciones, hecho que se estima se repetirá en 2007.

Por el lado de la oferta, en el tramo final de 2006 la producción de servicios habría liderado el crecimiento, dado que la expansión de los sectores productores de bienes fue afectada por un menor incremento de la construcción. A pesar de ello, en 2006 los bienes seguirían siendo ligeramente más dinámicos que los servicios, previéndose que en 2007 el crecimiento de ambos sectores sea todavía más equilibrado.

Teniendo en cuenta la trayectoria ascendente esperada de los componentes del PIB y el elevado arrastre estadístico que deja 2006 (superior a 3 p.p.), se proyecta que en 2007 la economía crezca por encima de 7,4% i.a., consolidando un ciclo de cinco años de crecimiento ininterrumpido.

Gráfico III.1

PIB

(a precios de 1993; var. i.a.)

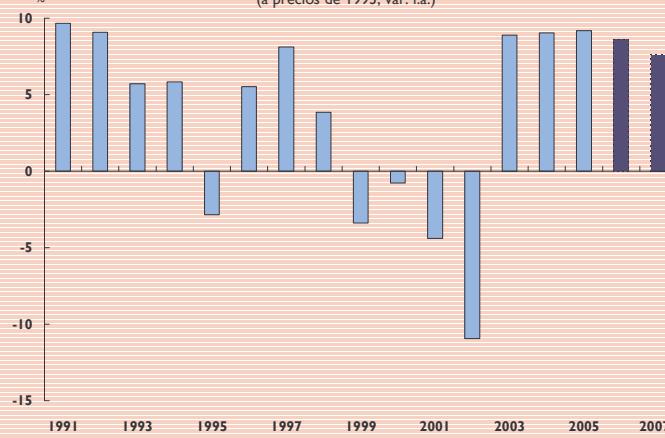
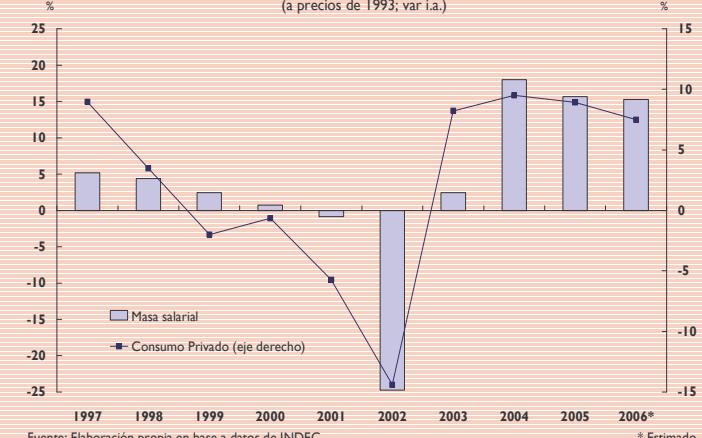


Gráfico III.2

Masa Salarial y Consumo Privado

(a precios de 1993; var. i.a.)



Fuente: INDEC

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

* Estimado

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

Series desestacionalizadas	IV-05 / III-05	I-06 / IV-05	II-06 / I-06	III-06 / II-06	IV-06 / III-06
PIB	1,9	1,5	2,2	2,6	
EMAE (Proxy mensual del PIB) (*)	2,2	1,2	2,4	2,8	1,4
Indicadores de Oferta					
Industria (EMI) (**)	2,9	1,4	3,2	1,0	2,2
Construcción (ISAC) (**)	8,3	-1,7	8,7	2,7	-3,1
Servicios Públicos (**)	2,5	4,2	5,0	3,8	5,8
Indicadores de Demanda					
Consumo					
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (**)	1,9	7,4	2,8	3,3	8,7
Ventas Supermercados (cantidades) (**)	2,6	0,8	3,5	4,1	3,2
Ventas Centros de Compras (cantidades) (**)	3,6	1,8	0,1	3,4	0,8
Ventas de Autos	-5,6	9,6	-1,7	4,7	9,6
IVA DIGI a precios constantes	1,8	2,8	4,4	2,7	15,9
Inversión					
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (**)	7,0	-6,5	11,9	19,9	0,0
Construcción (ISAC) (**)	8,3	-1,7	8,7	2,7	-3,1
Exportaciones Netas					
Exportaciones (cantidades) (**)	-0,6	1,2	0,4	4,3	6,6
Importaciones (cantidades) (**)	3,9	2,3	4,7	9,9	4,6

(*) Dato a Octubre

(**) Dato a Noviembre

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

III.2 Comportamiento del Gasto

Luego de tres años en los que la actividad económica avanzó a un ritmo de 9% anual acumulativo, en 2006 el crecimiento de la economía se mantuvo firme. La expansión del PIB habría sido superior a 8,5% interanual (i.a.), tras incrementarse alrededor de 2% sin estacionalidad (s.e.) en el cuarto trimestre, según se desprende de la evolución de los indicadores adelantados (ver Cuadro III.1 y Gráfico III.1).

El Consumo Privado sigue siendo el principal impulsor de la actividad económica, mostrando un crecimiento algo inferior a 8% i.a. en 2006. Aumentos de la masa salarial, de las jubilaciones y pensiones y del crédito, junto con una elevada confianza de los consumidores, fueron los factores que alentaron el avance del gasto de los hogares (ver Gráfico III.2). En tanto, el Consumo Público desaceleró su ritmo de expansión y finalizaría 2006 con un incremento menor al de 2005. Por su parte, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), a pesar de desacelerarse entre octubre y diciembre, exhibiría un aumento cercano a 18% i.a. en el año, mientras que las Exportaciones Netas (XN) continuaron aportando negativamente al crecimiento del Producto.

Para 2007 las tendencias de los principales componentes del gasto seguirían siendo positivas. Por un lado, el empleo y los ingresos de los asalariados y de la clase pasiva mantendrían una trayectoria ascendente, a la vez que la mejora del mercado crediticio se profundizaría, dando lugar a un nuevo avance del consumo de las familias. Asimismo, se esperan nuevos incrementos en la inversión de las empresas y del Gobierno, lo que permitiría alcanzar un nuevo aumento en la Tasa de Inversión, situación que sólo se vería parcialmente compensada por la evolución esperada de las XN, que volverían a mostrar una reducción con respecto al año previo (ver Gráfico III.3).

Teniendo en cuenta estas estimaciones y el arrastre estadístico superior a 3 puntos porcentuales (p.p.) que deja 2006, se espera que en 2007 la economía crezca por encima de 7,4% i.a., ingresando de esta forma en el quinto año de la fase ascendente del ciclo económico.

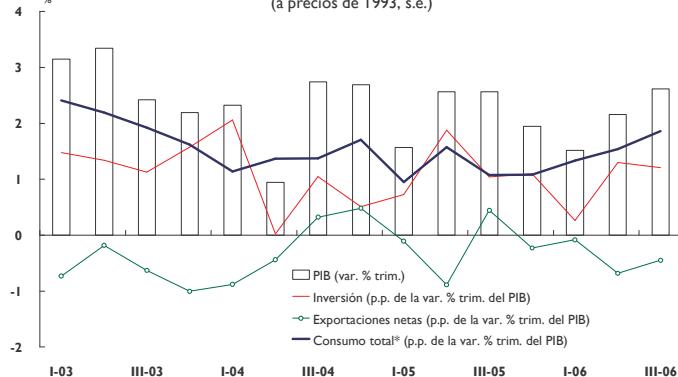
Inversión

El gasto destinado a la inversión continúa creciendo por encima del promedio de la economía. De esta forma, la participación de la IBIF dentro del Producto sigue incrementándose, duplicando actualmente los valores alcanzados durante 2002.

En particular, la Inversión, medida a precios constantes, finalizaría 2006 con una expansión cercana a 18% i.a., que permitiría que la Tasa de Inversión ascienda en promedio a cerca de 21,5% del PIB en 2006 (ver Gráfico III.4). Para 2007 se espera que la IBIF exhiba una suba mayor a 13%, que impulsaría a la Tasa de Inversión por encima de 22% del PIB.

Durante 2006 los flujos de inversión en Construcción y en Equipo durable de producción crecieron en forma elevada y a tasas similares (ver Gráfico III.5). En el caso del gasto en Construcción, la permanencia de los incentivos a edificar como alternativa de inversión, junto a la mayor demanda de inmuebles de las familias,

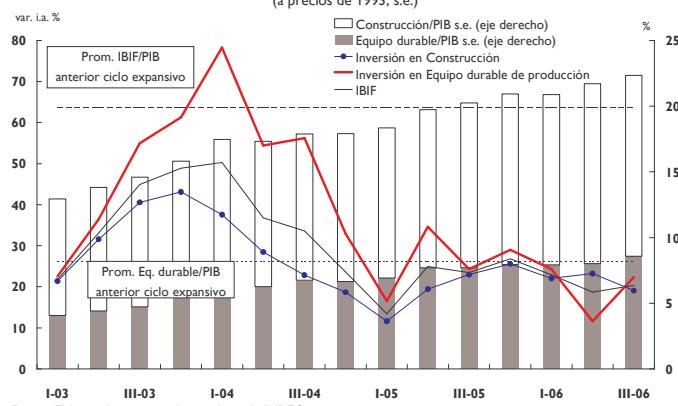
Gráfico III.3
Crecimiento del PIB y Contribución por Componente del Gasto
(a precios de 1993, s.e.)



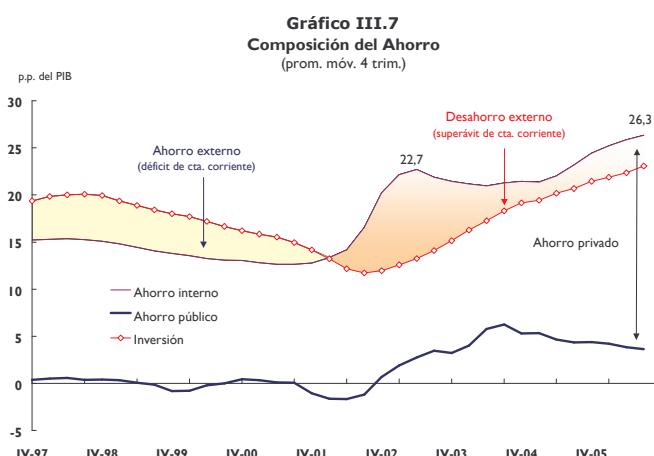
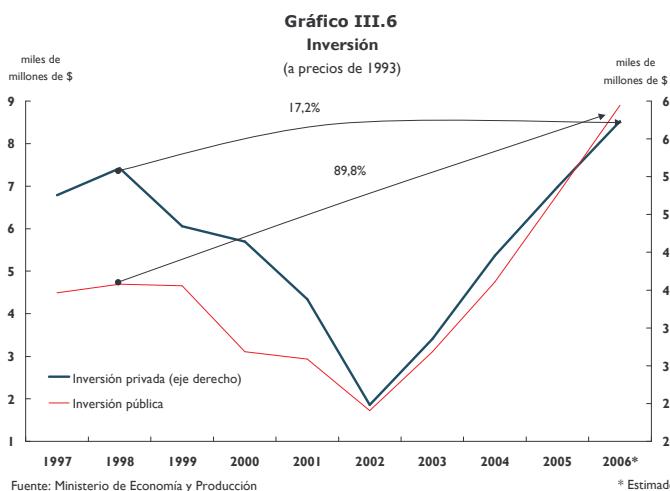
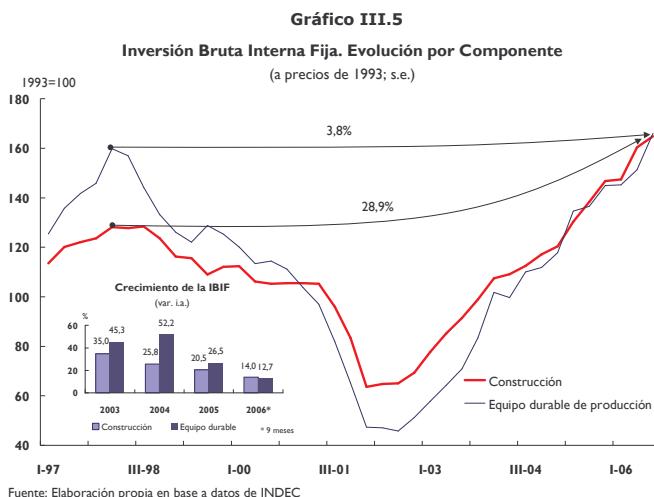
* Incluye Consumo Privado, Consumo Público y Discrepancia estadística

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

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



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



comercios, industria y servicios, siguió impulsando nuevos proyectos y el monto destinado a este fin habría finalizado con un aumento cercano a 18% i.a.. La suba sería consecuencia del crecimiento observado durante los primeros tres trimestres del año, dado que los indicadores adelantados permiten inferir una disminución del gasto en Construcción en el cuarto trimestre, que habría impactado negativamente en el desempeño de la IBIF durante dicho período. Sin embargo, esta dinámica sería revertida a comienzos de 2007 y el componente mostraría nuevamente un aumento interanual de dos dígitos.

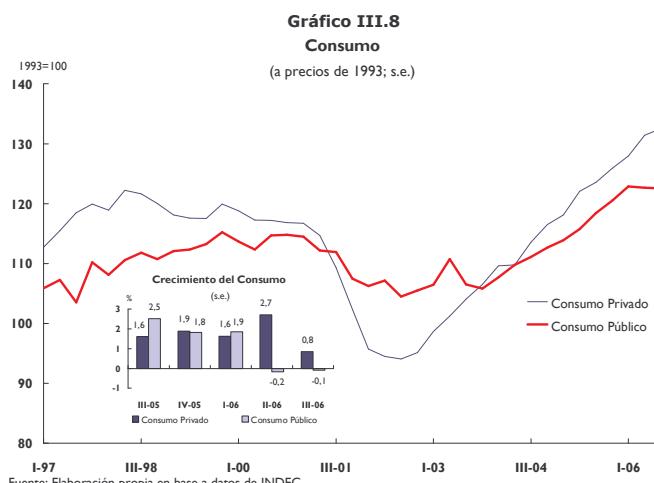
Por su parte, el gasto en Equipo durable de producción sigue incrementando su participación en el total invertido y en 2006 representaría más de 8% del PIB, nivel similar al promedio del anterior ciclo expansivo (ver Gráfico III.4). En el año pasado la inversión en Equipo durable de producción habría vuelto a estar mayormente impulsada por las compras de bienes durables importados, con un crecimiento superior a 20% i.a., a pesar de mantenerse invariables durante el último trimestre. El año pasado la inversión en maquinaria y material de transporte importado habría alcanzado un nuevo récord histórico, representando poco menos de dos terceras partes del total invertido en Equipo durable. El gasto en Equipo durable de origen nacional también siguió incrementándose, incluso a tasas más elevadas que en 2005, pero aún se ubica en niveles más bajos que en 1998 a precios constantes.

En 2007, el gasto en bienes de capital seguiría en ascenso, impulsado por una mayor demanda de diversos sectores de la economía que están operando cerca del límite de su capacidad productiva, como el energético y algunas ramas de la industria.

El creciente incremento de la participación de la IBIF dentro de la economía permite aumentar el *stock* de capital, posibilitando ampliar la frontera de posibilidades de producción agregada. En particular, en los últimos años el crecimiento económico no sólo fue determinado por el aumento del empleo y la productividad, sino que también fue impulsado por la ampliación del *stock* de capital. Esta evolución difiere de lo observado a la salida de la crisis cuando la mayor parte de la recuperación provino de la mayor utilización del *stock* de capital ocioso existente en el país, seguido por la incorporación de mano de obra al proceso productivo.

Otra característica saliente del proceso de recuperación de la IBIF, es la mayor participación de la Inversión pública en el total invertido, que actualmente se encuentra en los niveles más elevados de los últimos años (ver Sección VI y Gráfico III.6). Esta dinámica continuaría durante 2007, teniendo en cuenta el incremento previsto de las construcciones de vivienda pública y diversas obras de infraestructura.

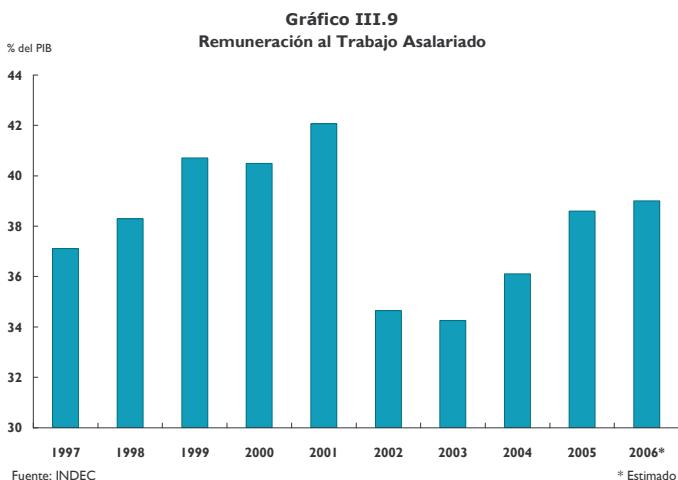
Por último, también continúa registrándose una elevada tasa de ahorro interno destinada a la inversión, que habría alcanzado sus niveles máximos en 2006. Esta dinámica difiere de la observada en la década pasada donde gran parte de la inversión era financiada mediante el uso del ahorro externo (ver Gráfico III.7).



Consumo

En los últimos años, el incremento del ingreso disponible de los hogares, por el aumento de la masa salarial, el crédito y las transferencias públicas, impulsó el crecimiento del Consumo.

En particular, el Consumo Privado mantuvo un destacado dinamismo en los últimos trimestres y 2006 habría finalizado con un alza levemente por debajo de 8% i.a. (ver Gráfico III.8). El factor de mayor peso en el aumento del gasto de los hogares habría sido el alza de la masa salarial real, que habría crecido en torno a 15,3% i.a. a partir de la suba de los salarios y del empleo, hecho que se plasmó en un aumento de la participación de los asalariados dentro del valor de producción de la economía¹⁶ (ver Sección IV y Gráficos III.2 y III.9). Por su parte, el incremento de las transferencias a jubilados y pensionados en la segunda mitad de 2006 también habría contribuido a este desempeño, potenciado por la elevada propensión marginal a consumir de este segmento de la población (ver Sección VI). Asimismo, la fortaleza del crédito al consumo también favoreció el crecimiento de la demanda de bienes y servicios.

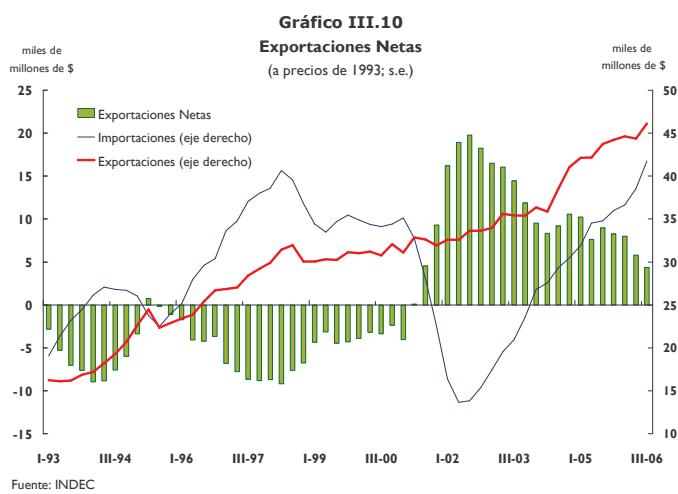


Para 2007 se prevé que las alzas dispuestas a partir del primer trimestre en jubilaciones, pensiones y asignaciones familiares, más los posibles resultados de las nuevas negociaciones salariales en el sector privado registrado alienten otro incremento del Consumo Privado.

Por otra parte, el año pasado el Consumo Público¹⁷ moderó su contribución al crecimiento de la economía, ya que en el segundo y tercer trimestre su aporte fue neutro y en el último período también se habría mantenido constante. Así, el año cerraría con una desaceleración con respecto a 2005 y su aporte al alza del PIB sólo ascendería a medio punto porcentual. De todas maneras, para 2007 se prevé un mayor dinamismo de este componente del gasto, ya que se anticipan algunas medidas tendientes a incrementar la provisión de bienes públicos y las Transferencias sociales.

Exportaciones Netas

En línea con lo esperado, el balance comercial de 2006 de bienes y servicios resultaría superavitario y continuaría siéndolo este año. No obstante, dado que las importaciones están creciendo a un ritmo mayor que las exportaciones, la contribución de las XN al crecimiento de la economía habría sido negativa a lo largo del año pasado, situación que se repetiría en 2007 (ver Gráfico III.10).



En particular, en 2006 el superávit se habría contraído poco más de 23% con respecto a 2005, producto de un alza en términos reales de cerca de 7,5% de las exportaciones y de 15,5% de las importaciones. La dinámica de las exportaciones habría permitido alcanzar un nuevo récord histórico, superando en casi 50% el nivel máximo previo a la crisis, en tanto que las importaciones reales por primera vez se ubicaron en valores mayores a los observados en 1998.

¹⁶ De acuerdo a estimaciones propias, durante 2006 la participación de los asalariados en el valor agregado generado por la economía habría crecido en torno a 1 p.p. respecto al 38,6% del PIB alcanzado en 2005.

¹⁷ Comprende erogaciones en Administración pública, defensa y seguridad social obligatoria, más Transferencias sociales en especie, a lo que se le descuenta la Venta de bienes y servicios.

Cuadro III.2
PIB por Sector Productivo
(s.e.; var. % trimestral)

	III-05 / II-05	IV-05 / III-05	I-06 / IV-05	II-06 / I-06	III-06 / II-06	Acum. 2006
Sectores productores de bienes						
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	1,1	3,2	0,9	3,1	2,1	8,8
Pesca	-5,2	-1,8	4,1	1,9	-1,3	0,5
Explotación de minas y canteras	-32,2	50,9	35,9	10,5	22,2	78,8
Industria manufacturera	0,2	1,5	-0,1	1,1	2,7	2,6
Suministro de electricidad, gas y agua	1,8	3,1	1,0	2,7	2,5	9,2
Construcción	1,7	0,3	1,2	1,8	1,1	4,5
	6,1	9,1	-2,5	6,1	4,4	20,0
Sectores productores de servicios						
Comercio mayorista y minorista y reparaciones	2,4	3,0	-0,9	2,4	4,0	7,4
Hoteles y restaurantes	1,3	2,7	1,6	0,6	2,2	7,0
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2,4	2,8	2,7	3,8	4,7	13,3
Intermediación financiera	1,0	4,9	9,3	3,8	1,6	21,9
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	2,3	0,7	0,1	1,1	1,4	4,0
Administración pública y defensa	4,7	-1,5	1,7	0,2	4,1	5,1
Enseñanza, servicios sociales y de salud	1,8	0,3	1,7	0,9	0,6	4,4
Otras actividades de servicios y servicio doméstico	2,3	2,2	1,4	2,0	1,2	7,9

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Para el corriente año se espera un panorama similar, con un aumento de las importaciones y exportaciones reales en magnitudes similares a las del año pasado (ver Sección V). Las importaciones serían impulsadas por las mayores compras de bienes intermedios y de capital, mientras que las ventas al exterior se verían favorecidas por las buenas perspectivas del agro, la minería y de las Manufacturas de origen agropecuario (MOA) e industrial (MOI), alentadas en parte por la mayor demanda de Brasil. Con todo, seguiría ampliándose el proceso de apertura de la economía generado por el cambio de los precios relativos, y en 2007 la suma de exportaciones e importaciones representaría cerca de 27% del PIB, 6 p.p. por encima del promedio de la década pasada.

III.3 Comportamiento de la Oferta

Si bien en el tramo final de 2006 la producción de servicios lideraría el crecimiento (dado que la expansión de los sectores productores de bienes se vería afectada por el menor incremento de la construcción), los bienes volvieron a resultar ligeramente más dinámicos que los servicios en el promedio del año (ver Cuadro III.2).

Para 2007 se estima un crecimiento todavía más equilibrado entre los bloques productores de bienes y servicios. El sector terciario se vería beneficiado por la firmeza del consumo, que impactaría favorablemente sobre el Comercio, el Transporte, almacenamiento y comunicaciones y las actividades relacionadas con el turismo, como sucedió en 2006. La Intermediación financiera también seguiría aumentando su nivel de actividad en un marco de expansión de los préstamos y depósitos, en tanto los sectores productores de bienes serían impulsados por la Industria, el sector agropecuario y la Construcción (ver Sección VII).

Industria

Favorecida por la tendencia creciente de la demanda (tanto interna como externa) y de mayores inversiones, todos los bloques de la industria manufacturera siguen evolucionando positivamente y, luego de cinco años de expansión, sus perspectivas continúan siendo alentadoras.

En particular, en el último trimestre del año el sector habría exhibido un incremento mayor a 2% s.e., acelerando el ritmo de crecimiento en relación al trimestre anterior. De esta forma, la producción manufacturera concluiría el año operando en niveles récord, mostrando una expansión cercana a 8,3%¹⁸ i.a. (ver Gráfico III.11).

Durante 2006 todas las ramas que componen el Estimador Mensual Industrial (EMI) verificaron un alza con respecto al año anterior. Sin embargo, el crecimiento fue mayoritariamente explicado por la evolución de Vehículos automotores, Alimentos y bebidas y Sustancias y productos químicos, que en conjunto representan más de la mitad del EMI. El bloque que más contribuyó fue el



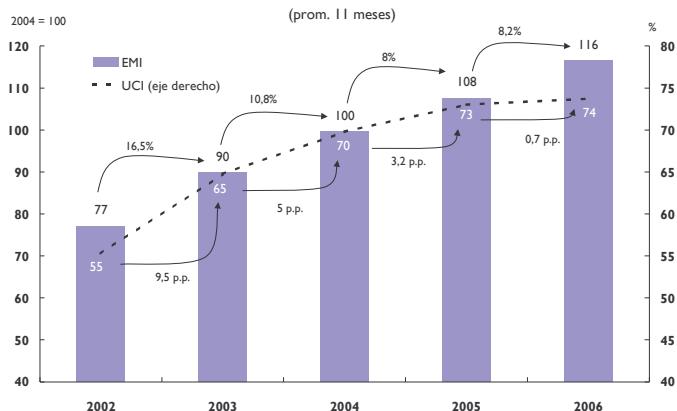
¹⁸ A partir de noviembre de 2006 el INDEC cambió el año base de cálculo del EMI, que pasó de 1997 a 2004 y a la vez amplió la cobertura sectorial de la muestra. La introducción de la nueva base implicó un recálculo de la participación de los diferentes bloques manufactureros en función de su valor agregado en 2004 obtenido a partir de los resultados preliminares del Censo Nacional Económico 2004/05. Comparando ambas series se observa que el aumento acumulado de los primeros diez meses de 2006 era de 7,6% i.a. en la antigua encuesta mientras que con la nueva base de 2004 la misma comparación asciende a 8,2% i.a.. Lo mismo sucede en la estimación del nivel de Utilización de la Capacidad Instalada donde el nuevo dato de 73,5% para el período enero-octubre refleja un incremento de 2,1 p.p. respecto al que exhibía el indicador con la base anterior correspondiente a 1997 (71,4%).

Cuadro III.3
Industria. Evolución Sectorial
(en %)

Bloques	var. s.e.				acum. 11 meses		UCI		
	2005	I-06	II-06	IV-06*	var. i.a.	contrib.	2005	II-06	IV-06*
Vehículos automotores	25,9	7,0	6,6	14,0	2,5	29,8	2,2	41,0	58,9
Productos alimenticios y bebidas	8,0	4,9	-0,8	-2,0	4,9	7,2	1,5	71,1	73,7
Sustancias y productos químicos	6,2	2,0	2,3	-0,4	4,5	6,0	1,0	76,4	75,6
Resto de la metalmecánica	7,4	-0,4	3,3	3,0	0,9	5,3	0,8	61,6	62,8
Prod. minerales no metálicos	16,0	0,4	9,2	0,1	1,1	15,8	0,6	61,1	66,5
Refinación del petróleo	0,0	1,7	2,7	-1,7	1,6	6,1	0,6	88,2	91,9
Industrias metálicas básicas	4,5	3,1	0,6	0,4	-0,0	3,3	0,4	93,7	94,7
Edición e impresión	9,2	-1,4	4,5	2,0	1,4	5,2	0,0	77,4	73,2
Prod. de caucho y plástico	10,3	-0,7	1,9	-0,2	0,7	6,0	0,2	66,7	64,4
Productos textiles	8,2	-4,7	1,5	3,4	1,8	6,4	0,1	77,9	84,0
Productos de tabaco	-6,3	12,2	-4,5	6,5	-3,1	14,5	0,1	61,0	66,9
Papel y cartón	5,4	1,8	-0,3	0,2	-0,4	1,8	0,1	80,6	78,8
EMI	8,0	1,4	3,2	1,0	2,2	8,2	0,1	72,8	74,7
* dato a noviembre									

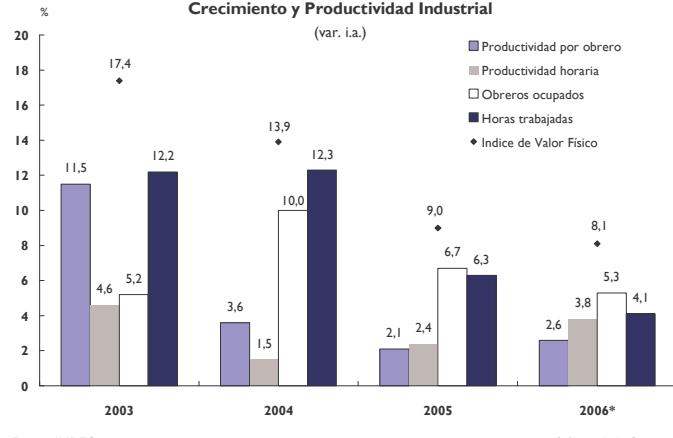
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.12
Actividad Industrial y UCI
(prom. 11 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.13
Crecimiento y Productividad Industrial
(var. i.a.)



Fuente: INDEC

automotriz, que acumuló en el período enero-noviembre de 2006 un incremento de 29,8% respecto al año anterior impulsado por la entrada en producción de nuevos modelos y por la mayor demanda externa (ver Cuadro III.3 y Apartado 3). Por su parte, la producción de Alimentos y bebidas aportó 1,5 p.p. al incremento del EMI en los primeros once meses de 2006, estimulada por la mayor elaboración de aceites y subproductos oleaginosos, carnes blancas y bebidas. También entre los sectores de mayor dinamismo se encuentra el de Sustancias y productos químicos, que aumentó 6% en el mismo período, respondiendo a la puesta en marcha de inversiones realizadas recientemente, como la instalación de una planta de fertilizantes líquidos.

Por otro lado, si bien algunos bloques actualmente operan cerca del límite de su capacidad productiva, 2006 habría finalizado con una Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) promedio de la industria en torno a 74%, levemente por encima del nivel observado en 2005 (ver Gráfico III.12). La mayor producción industrial en conjunto con un nivel relativamente estable de la UCI estaría asociada a la maduración de inversiones tendientes a ampliar la frontera productiva y a la incorporación de nuevos trabajadores, que a su vez fue acompañada por un aumento en la productividad de la mano de obra (ver Gráfico III.13). En efecto, de acuerdo a los datos de la Encuesta Industrial, tanto la productividad horaria como la productividad por obrero ocupado exhiben un marcado incremento con respecto a 2005. En los primeros nueve meses de 2006 la productividad horaria acumula una mejora de 3,8% i.a. mientras que, para el mismo período, la productividad por obrero exhibió una suba de 2,6% i.a., en un contexto de expansión de la nómina de trabajadores en el sector fabril.

Teniendo en cuenta que el crecimiento de 2006 estaría dejando un arrastre de 3% para 2007 y considerando que tanto la demanda interna como la externa seguirán firmes, la actividad industrial continuará expandiéndose por encima de 7% este año, a pesar que la producción manufacturera podría verse resentida en los primeros meses de 2007 debido a las paradas técnicas programadas en distintos bloques.

La evolución favorable de la industria estaría impulsada nuevamente por los mismos sectores que lideraron la actividad en 2006. Se prevé un fuerte incremento en la producción de Vehículos automotores inducida por la favorable evolución que presentan la demanda interna y externa y el mayor acceso al crédito. Asimismo, dadas las buenas perspectivas de producción de cereales y oleaginosas y la ampliación de la capacidad de molienda de granos, se proyecta una mayor elaboración de productos alimenticios y una creciente demanda de agroquímicos. También se espera un significativo crecimiento de la producción de metales a partir del segundo semestre, cuando se hagan efectivas las ampliaciones que expanden la capacidad productiva de aluminio en casi 50%.

Construcción

La actividad de la construcción se mantiene operando en niveles históricamente elevados, a la vez que continúa mostrando tasas de crecimiento superiores a las de otros sectores de la economía. Sin embargo, en el margen parecería mostrar signos de leve desaceleración en su ritmo de expansión.



Fuente: INDEC

De acuerdo al Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), la actividad sectorial acumuló en los primeros once meses de 2006 un alza interanual en torno a 17% (superior a la obtenida en igual período de 2005), que la convierte en uno de los pilares del crecimiento económico del año. No obstante, en el cuarto trimestre de 2006 el ISAC, que toma como referencia la demanda de insumos requeridos por el sector, acumuló una caída de 3,1% s.e. con respecto al trimestre previo. Igualmente esta disminución no necesariamente indicaría un cambio de tendencia. En efecto, tanto el fuerte crecimiento del segundo trimestre como la caída posterior podría deberse, en parte, a un adelantamiento en la compra de insumos por parte de las empresas constructoras, previendo alzas de precios en los meses siguientes (ver Gráfico III.14).

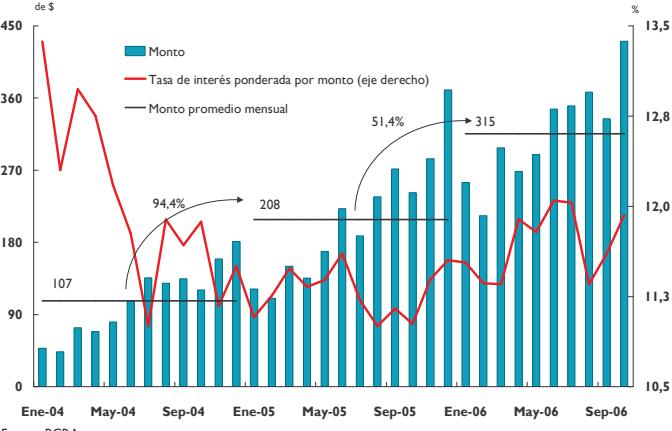
Durante 2006 se continuó observando un fuerte aporte, mayormente de la obra privada, a la evolución de la construcción. En efecto, en los primeros once meses la Edificación de Viviendas creció 17,4% i.a. y contribuyó con 10 p.p. del incremento interanual del ISAC, mientras que la Edificación comercial e industrial aportó casi 4 p.p., al expandirse 20,7% i.a. (ver Cuadro III.4). Por su parte, la obra pública, mayormente vial y de infraestructura, contribuyó con 2,3 p.p. a la mayor construcción en el período enero-noviembre del año pasado.

Para 2007 se mantienen expectativas optimistas para el sector según la Encuesta Cualitativa que realiza el INDEC. Tanto los constructores que realizan principalmente obras privadas como los que efectúan obras públicas esperan que el nivel de actividad se mantenga constante o se incremente. Asimismo, se espera que para este año se mantengan ciertas tendencias observadas a fines de 2006. En particular, en los últimos meses se advierte un mayor crecimiento de la cantidad de permisos para la construcción de viviendas sencillas (en detrimento de las de lujo o suntuosas), a la vez que se observa una mayor difusión territorial de la edificación. En este contexto, y teniendo en cuenta los mayores ingresos de los sectores medios que junto con el mayor nivel de préstamos permiten ampliar la demanda potencial, se puede prever un gradual cambio en el patrón de construcción en el mediano plazo (ver Gráfico III.15).

Por otro lado, a partir de noviembre del año pasado el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires decretó la suspensión por 90 días del otorgamiento de permisos de edificación en seis barrios porteños, que abarcaron 41,3% de los nuevos permisos otorgados en la Ciudad de Buenos Aires durante 2006, situación que se prevé que impacte negativamente en el ritmo de actividad del primer trimestre de 2007. A esto se suma una disminución en la rentabilidad del sector como alternativa de inversión que se explica por el incremento en el valor de la tierra, el aumento en los costos de construcción y cierta estabilidad en los precios de venta y alquiler de las unidades prevista para 2007.

Sector Agropecuario

La tendencia ascendente de los precios agrícolas en el momento de siembra y el buen desarrollo de los principales cultivos permiten anticipar un incremento en la cosecha de granos en relación a la obtenida en la campaña 2005/06. En contraposición, dentro del sector pecuario se verificó una caída en la faena de bovinos que no



Fuente: BCRA

Cuadro III.5
Producción de Granos y Algodón

	2004-05		2005-06		2006-07 (proyectado)		Var % 2006-07 / 2005-06	Dif. tns 2006-07 / 2005-06
	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
Cereales	41.858	49,3	31.433	41,0	38.288	44,3	21,8	6.855
Maíz	20.483	24,1	14.500	18,9	19.000	22,0	31,0	(4.500)
Trigo	15.970	18,8	12.575	16,4	13.800	16,0	9,7	1.225
Sorgo granífero	2.894	3,4	2.090	2,7	2.800	3,2	34,0	710
Arroz	956	1,1	1.175	1,5	1.210	1,4	2,9	35
Cebada cervecería	886	1,0	796	1,0	971	1,1	22,0	175
Avena	536	0,6	227	0,3	400	0,5	76,3	173
Centeno	92	0,1	33	0,0	61	0,1	84,3	28
Otros	41	0,0	37	0,0	47	0,1	27,0	10
Oleaginosas	42.658	50,2	44.750	58,4	47.341	54,8	5,8	2.592
Soja	38.300	45,1	40.500	52,9	42.672	49,4	5,4	1.727
Girasol	3.800	4,5	3.821	5,0	4.064	4,7	6,4	243
Maní	445	0,5	347	0,5	508	0,6	46,4	161
Otros	113	0,1	82	0,1	97	0,1	18,9	15
Algodón	448	0,5	418	0,5	800	0,9	91,4	382
Total	84.964	100,0	76.601	100,0	86.430	100,0	12,8	9.829

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

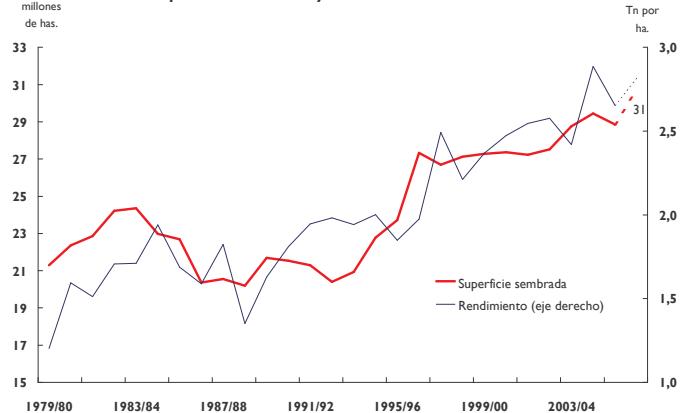
habría sido compensada por la leve mejora observada en la evolución del sector lácteo, situación que se haría extensiva a 2007. A pesar de lo anterior, el sector agropecuario contribuiría positivamente al crecimiento del PIB este año impulsado básicamente por las mejores perspectivas de la cosecha.

La cosecha 2006/07 se ubicaría en valores récord, cerca de 90 millones de toneladas, muy por encima de las estimaciones iniciales (ver Cuadro III.5). Con respecto a la campaña anterior, esta estimación implicaría un incremento de 12,8% en la producción de granos y algodón, fundamentalmente impulsada por la incorporación de 1,8 millones de hectáreas y por la recuperación en la siembra de cereales (ver Gráfico III.16). De esta manera, se lograrían superar las 30 millones de hectáreas de superficie sembrada.

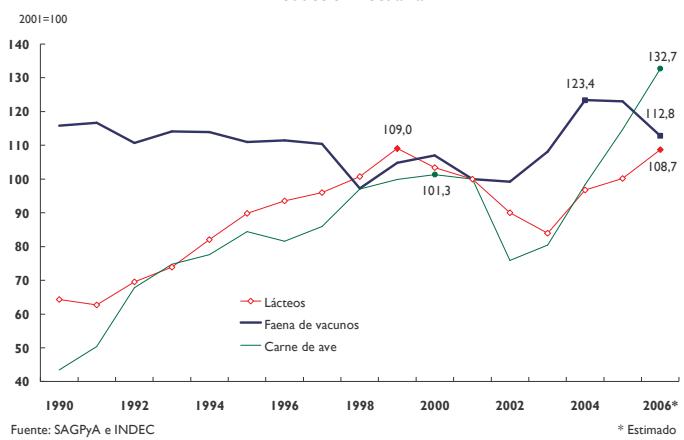
Las buenas perspectivas del sector agrícola se manifiestan tanto en los cereales como en los cultivos oleaginosos. En el primer caso, la superficie destinada alcanzó 11,5 millones de hectáreas, 7,5% por encima de la campaña 2005/06. La suba estaría generada principalmente por la mayor área destinada al maíz, dado que las escasas precipitaciones de fin de invierno sólo permitieron sembrar 5,2 millones de hectáreas de trigo, cifra similar a la de la campaña previa. Paralelamente, la superficie no destinada a cosecha fina por inconvenientes climáticos incidió positivamente en la siembra de los cultivos oleaginosos y en la actual campaña se alcanzarían nuevos récords tanto de superficie sembrada como de producción. En cuanto al área a cultivar, se cubrirían 18,7 millones de hectáreas, 4,6% por encima de lo alcanzado en la campaña anterior, mientras que, según el Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA), la producción superaría las 47 millones de toneladas de cultivos oleaginosos, mayormente soja.

Por su parte, más allá de cierta volatilidad evidenciada en el margen, los precios internacionales de los cereales se encuentran en niveles elevados explicados, entre otros factores, por la baja relación stock-consumo mundial, la menor producción estimada de maíz en Brasil y la fuerte demanda del mismo cereal por parte de EE.UU. para la producción de etanol (ver Sección II y Apartado 2). Asimismo, dado que las cotizaciones del complejo sojero mantienen también una tendencia alcista y que se espera una mayor cosecha granaria, el valor del saldo exportable resultaría 20% superior al obtenido en la campaña 2005/06, alcanzando cerca de US\$15.000 millones (ver Sección V).

Dentro del sector pecuario, en los primeros once meses de 2006 el volumen de animales enviados a faena se redujo 8,3% i.a., en un contexto de limitaciones al volumen de exportaciones (ver Gráfico III.17). Para este año, con el objeto de evitar desabastecimiento en el mercado interno debido a la menor cantidad de hacienda disponible esperada, el Gobierno implementó una serie de medidas¹⁹ tendientes a incrementar la oferta de carne, aunque ello posiblemente no sea suficiente para que el volumen de faena de 2007 resulte superior al del año pasado.

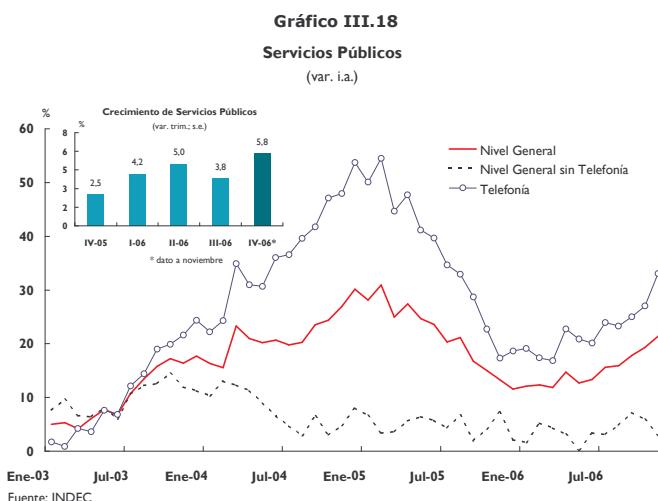
Gráfico III.16
Superficie Sembrada y Rendimiento de la Cosecha


Fuente: INDEC

Gráfico III.17
Producción Pecaria


Fuente: SAGPyA e INDEC

¹⁹ Mediante la Resolución N° 935/06 el Gobierno extendió la restricción a las exportaciones del período diciembre de 2006-mayo de 2007 fijando un cupo de 50% del promedio mensual del volumen exportado en 2005 y la Resolución N° 2029/06 fijó el peso mínimo del ganado enviado a faena en 240 kg..



Servicios Públicos

El consumo de servicios públicos siguió creciendo a buen ritmo, hecho que continuaría a lo largo de este año. En el período octubre-noviembre el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) acumuló un incremento de 5,8% s.e. en relación al tercer trimestre, acelerando su ritmo de crecimiento respecto a períodos anteriores (ver Gráfico III.18). De esta forma, el nivel general del ISSP acumula una expansión de 15,3% i.a. en los primeros once meses de 2006.

Nuevamente el mayor impulso a la variación anual estuvo centrado en la trayectoria del consumo de servicios telefónicos, que se incrementó 6,2% s.e. en el cuarto trimestre, acumulando un alza de 22,9% i.a. en los primeros once meses de 2006 (ver Cuadro III.6). La suba durante 2006 fue motorizada por el buen desempeño del mercado de telefonía celular. El alza en telefonía móvil fue impulsada tanto por una mayor cantidad de teléfonos celulares en servicio (50,9% i.a.) como por un aumento de 32,7% i.a. en la cantidad de llamadas realizadas desde celulares.

En 2006 la distribución de electricidad, gas y agua creció a un ritmo similar al alcanzado en 2005 en un contexto de mayor demanda de los tres servicios. La generación de energía eléctrica aumentaría en torno a 7% en 2006 mientras que, según la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A. (CAMMESA), la demanda energética subiría 5% este año y el próximo, alcanzando nuevos récords en la demanda máxima durante el período estival (ver Gráfico III.19). Estas previsiones implicarían un uso más intenso del sistema eléctrico, aunque no se esperan problemas significativos. En este contexto, CAMMESA ha dispuesto la compra de combustibles para abastecer a las centrales térmicas en el invierno y se continúa avanzando en proyectos para la ampliación de la capacidad de generación instalada.

Por su parte, el resto de los servicios públicos mostró subas en su utilización a lo largo de 2006, aunque resultaron menores a las del nivel general. Favorecidos por la mayor actividad económica, el comercio y el turismo, los servicios de transporte, tanto de carga como de pasajeros, continuaron expandiéndose por cuarto año consecutivo.

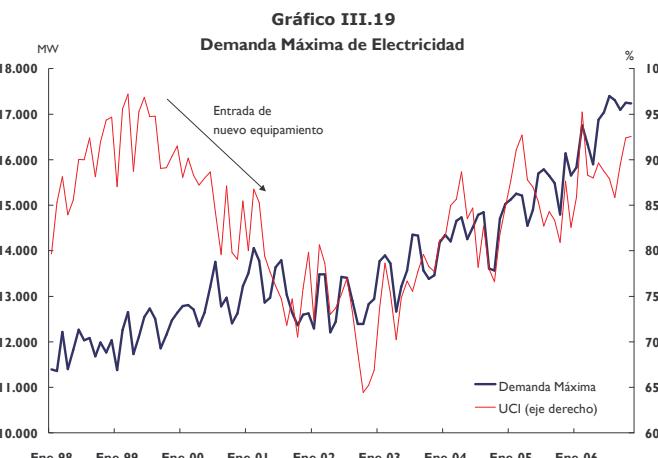
Para 2007 se espera que la mayor actividad económica impacte positivamente sobre la demanda de servicios públicos, mayormente de servicios de telefonía, energía y transporte. Sin embargo, durante este año se mantendría el mayor crecimiento del bloque de comunicaciones con respecto al resto de los servicios públicos.

Cuadro III.6
Servicios Públicos. Evolución por Rubro

Rubros	2005	var. % s.e.				var. acum. 2006
		I-06	II-06	III-06	IV-06*	
Telefonía	33,9	7,0	7,2	5,6	6,2	22,9
Transporte de pasajeros	7,5	-0,2	3,1	3,6	2,0	3,8
Transporte de cargas	5,3	-1,1	3,8	3,4	-1,6	5,6
Electricidad, Gas y Agua	3,9	1,2	-1,2	2,6	1,6	3,6
Peajes	10,9	-6,6	5,8	1,5	2,6	7,3
ISSP	20,6	4,2	5,0	3,8	5,8	15,3

* dato a noviembre

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



IV. EMPLEO Y SALARIOS

IV.1 Síntesis

La Tasa de Desocupación mantuvo su tendencia declinante y podría llegar a ubicarse en niveles de un dígito por primera vez en trece años, en un marco en el que la Tasa de Empleo se situó en valores récord. En particular, a fin de 2006 la Tasa de Desocupación habría alcanzado cerca de 10% de la Población Económicamente Activa (PEA). Este nivel implicaría una reducción de 14 puntos porcentuales (p.p.) con relación al máximo observado en 2002 y una disminución respecto de 2005.

La caída del desempleo en el año sería menor a la esperada como consecuencia de un aumento más débil en la demanda laboral, que se habría incrementado a una tasa levemente superior a 2% interanual (i.a.), y una oferta que también habría crecido ligeramente. De todos modos, el mercado laboral mantuvo su dinamismo y no sólo disminuyó la cantidad de personas que no encuentran un empleo sino que se registró también una mejora importante en los indicadores de calidad del trabajo. Esta tendencia puede comprobarse en el aumento de la formalización, la reducción de la subocupación y una disminución en la Tasa de Desocupación corregida por planes de empleo.

Los salarios reales, por su parte, continuaron creciendo con fuerza durante 2006 e incluso lo habrían hecho a un ritmo superior y de manera más homogénea entre los distintos segmentos del mercado laboral que en 2005. La suba del salario real habría sido cercana a 8,5% i.a., impulsada tanto por el sector privado (registrado y no registrado) como por el sector público.

Para 2007 se proyecta que la Tasa de Desocupación continúe cayendo por quinto año consecutivo, en un contexto de incremento de la oferta laboral y de una elasticidad empleo-Producto similar a la observada en el segundo semestre de 2006.

Gráfico IV.1

Tasa de Actividad, Empleo y Desocupación

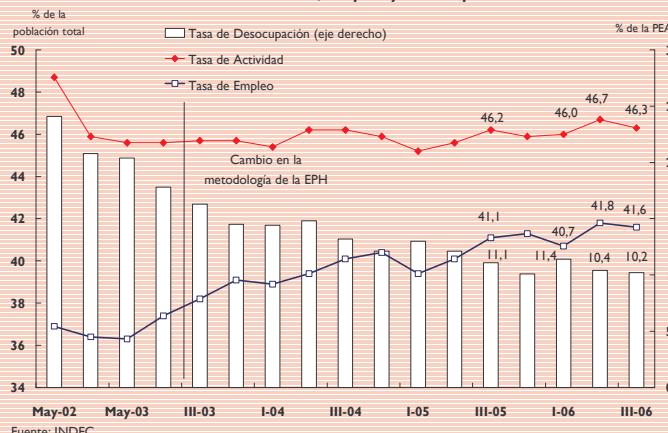
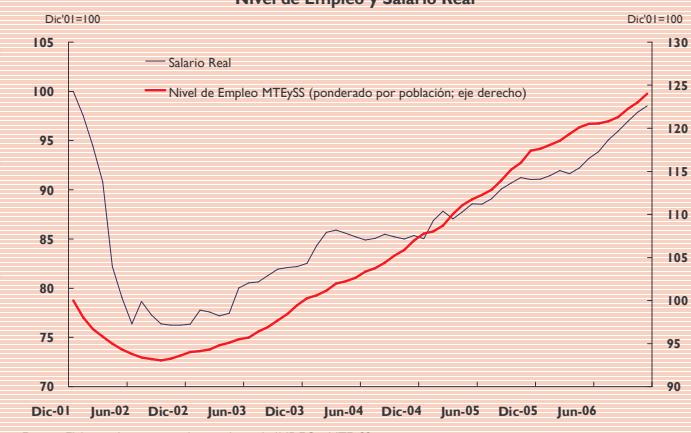


Gráfico IV.2

Nivel de Empleo y Salario Real



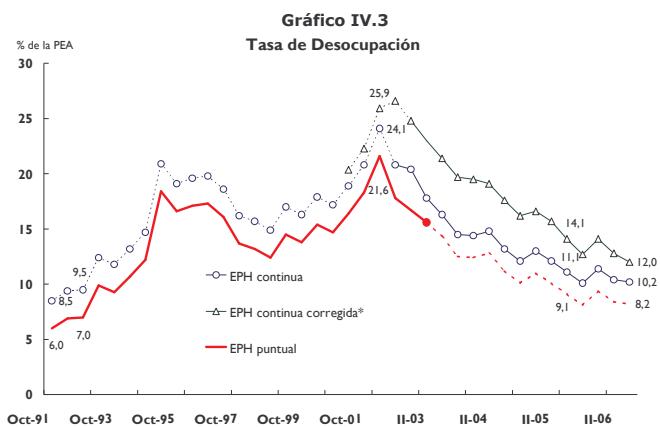


Gráfico IV.4
Creación de Empleo y Elasticidad

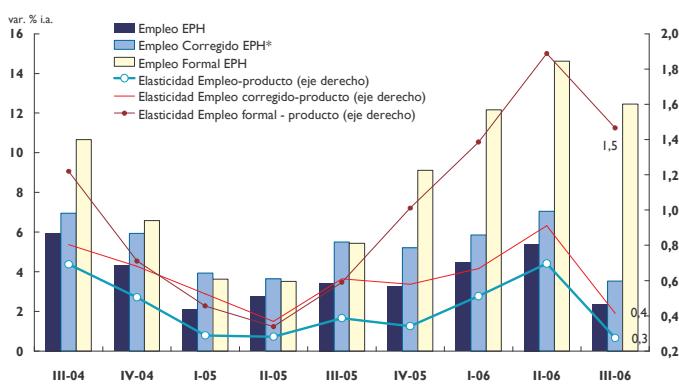
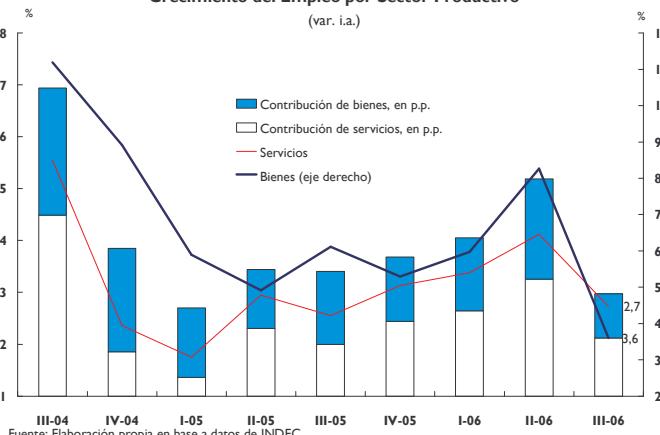


Gráfico IV.5
Crecimiento del Empleo por Sector Productivo
(var. i.a.)



IV.2 Empleo

Por cuarto año consecutivo la expansión del mercado laboral ha permitido una nueva caída de la cantidad de personas desocupadas. En particular, la Tasa de Desocupación volvió a descender a lo largo de 2006 y se prevé que se sitúe en torno a 10% de la Población Económicamente Activa (PEA²⁰) en el cuarto trimestre, pudiendo ubicarse en valores de un dígito por primera vez en trece años. En este sentido, a fin de 2006 se proyecta una contracción de la Tasa de Desocupación en torno a 0,5 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a un año atrás, reducción que sería levemente inferior a la esperada con anterioridad, teniendo en cuenta el descenso de la elasticidad empleo-Producto registrado en el segundo semestre, desde los elevados niveles observados en la primera mitad del año (ver Gráfico IV.3).

De esta forma, se espera que la Tasa de Desocupación medida por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH²¹) se ubique levemente por debajo de la observada en el tercer trimestre de 2006, cuando ascendió a 10,2% de la PEA, luego de caer 0,9 p.p. en forma interanual (i.a.). Esta mejora se dio en un contexto de aumento del empleo, a pesar de la desaceleración que mostró en el período. En particular, tras haber crecido 4,0% y 5,1% i.a. en los dos trimestres previos, la ocupación sólo registró un incremento de 2,7% i.a. en el tercero²², que habría significado la creación de 384 mil puestos de trabajo cuando se extiende la EPH al total urbano (ver Gráfico IV.4).

El menor crecimiento del empleo, en un marco donde el PIB habría seguido expandiéndose a tasas superiores a 8% i.a., determinó una reducción de la elasticidad empleo-Producto, que se ubicó en torno a 0,3. De esta forma, la capacidad de traducir el crecimiento económico en nuevos empleos disminuyó a la mitad con respecto a lo observado en el primer semestre, cuando había presentado una marcada aceleración. Considerando el número de ocupados corregido por planes de empleo²³, la elasticidad se ubicó en un nivel algo mayor (0,4) e históricamente elevado, aunque también mostró en comparación con los trimestres anteriores una merma mayor a la esperada.

La reducción de la elasticidad se debió a la desaceleración del crecimiento del empleo dentro de toda la economía, principalmente del sector productor de bienes, donde la elasticidad pasó de promediar 0,87 en el primer semestre a 0,42 en el tercer trimestre de 2006. Por su parte, los servicios también mostraron una caída en su elasticidad, desde 0,46 en los primeros seis meses de 2006 a cerca de 0,3 en el tercer trimestre (ver Gráfico IV.5).

El sector productor de servicios siguió siendo el que más aportó a la generación de empleo, siendo responsable de más de 70% de los nuevos puestos de trabajo creados en el período. En particular, se destacó la contribución de los Servicios financieros, inmobiliarios, alquileres y empresariales, que aumentaron su nivel de ocupación

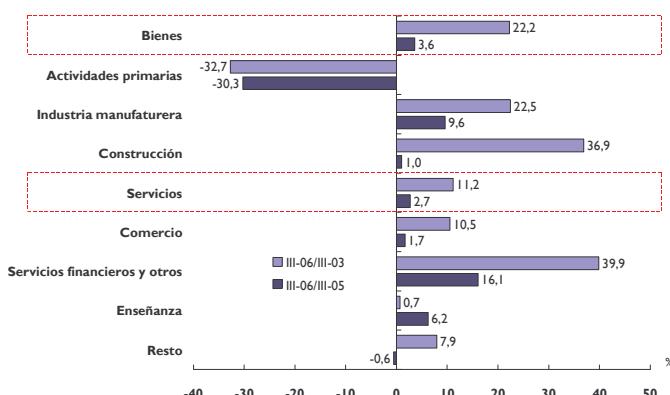
²⁰ Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

²¹ A partir del tercer trimestre de 2006 se incorporaron al cálculo de los niveles de la EPH tres aglomerados más (Rawson-Trelew; Carmen de Patagones-Viedma y Villa Constitución-San Nicolás) a los veintiocho que ya se estaban relevando. De todas maneras, teniendo en cuenta la baja densidad poblacional de los aglomerados recientemente incorporados, los resultados entre ambas encuestas no difieren demasiado entre sí. Por ejemplo, la Tasa de Desocupación obtenida de 10,2% sería de 10,3% si se estimase sólo con los 28 aglomerados considerados hasta el segundo trimestre de 2006.

²² La menor dinámica de la demanda laboral también se aprecia en la variación trimestral ya que se redujo la cantidad de ocupados en relación con el segundo trimestre, por primera vez desde que se publica la nueva metodología.

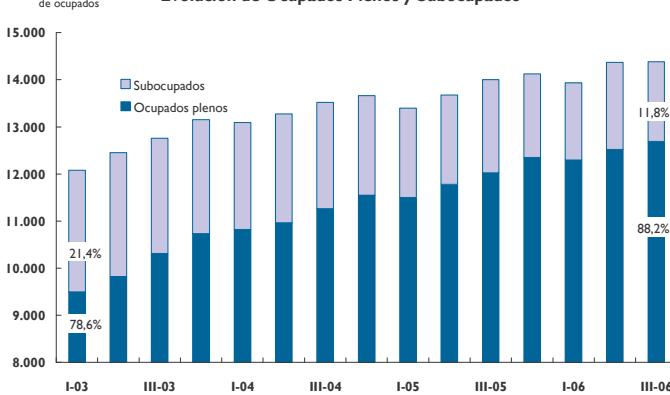
²³ Se excluyen en el cómputo a las personas que tienen un Plan Jefas y Jefes de Hogar u otro similar y realizan una contraprestación laboral por el mismo.

Gráfico IV.6
Empleo por Rama de Actividad



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico IV.7
Evolución de Ocupados Plenos y Subocupados



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Cuadro IV.1
Indicadores Laborales por Región

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

Fuente: INDEC

en 202 mil personas respecto a un año atrás, explicando la mitad de la expansión total. También registró un alza significativa, dentro del sector de bienes, la industria manufacturera, que incorporó a 177 mil nuevos trabajadores. Distinta fue la situación de las Actividades primarias, la Administración pública y defensa (incluyendo planes de empleo) y los Servicios sociales y de salud, que redujeron su plantel laboral. Por otro lado, también se verificó una fuerte desaceleración de la incorporación de nuevos empleados en la rama de la Construcción, acompañando lo sucedido en su nivel de actividad (ver Gráfico IV.6 y Sección III).

El crecimiento del empleo, si bien a menor ritmo, ocurre en un contexto de mejora en su calidad. Por un lado, sigue avanzando la formalización de los asalariados. En el tercer trimestre de 2006 los asalariados formales²⁴ alcanzaron a 56,9% del total de ocupados, 3 p.p. por encima de lo observado en el mismo período del año anterior. La mejora pudo registrarse gracias a que el empleo formal siguió creciendo a un ritmo superior a 12% i.a. en el tercer trimestre, en tanto que el empleo no registrado se mantuvo prácticamente constante.

Por otro lado, también indica un progreso en la calidad del empleo el aumento de 5,2% i.a. del empleo pleno, es decir la cantidad de personas ocupadas sin incluir a los subocupados. La caída de la subocupación, que asciende a 11% de la PEA, podría originarse en la decisión de las firmas de emplear más horas a los trabajadores que se desempeñan en empleos de media jornada, en vez de tomar personal sin experiencia, reduciendo así los costos de búsqueda y riesgos de contratar un nuevo empleado (ver Gráfico IV.7).

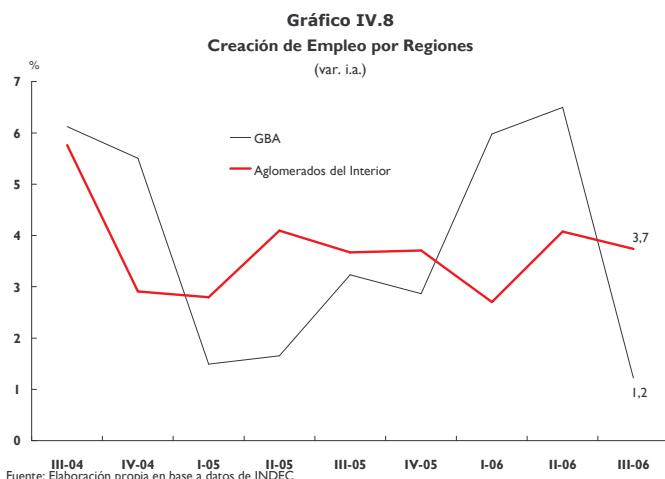
También se observó un fuerte incremento del empleo sin contar a los beneficiarios de planes de ayuda gubernamentales, permitiendo que la Tasa de Desocupación corregida²⁵ se ubique en torno a 12% de la PEA en el tercer trimestre de 2006. Así, continuó reduciéndose la brecha con la Tasa de Desocupación, que ahora alcanza a 1,8 p.p., frente a los 3 p.p. verificados en el tercer trimestre de 2005 y al máximo de 5,8 p.p. del segundo semestre de 2002 (ver Gráfico IV.3).

Junto con la menor expansión de la ocupación, la Tasa de Actividad también mostró un crecimiento, aunque por debajo del esperado. En el tercer trimestre del año, luego de alcanzar un valor récord entre abril y junio de 2006, la PEA se ubicó en 46,3% de la población relevada y determinó un incremento interanual de sólo 0,1 p.p., mientras que en el trimestre anterior el alza alcanzaba a 1,1 p.p. (ver Gráfico IV.1). De este modo, el crecimiento de la oferta laboral volvió a ubicarse en niveles más consistentes con su tendencia de mediano plazo.

A nivel regional se aprecia que la trayectoria de la PEA fue afectada principalmente por el comportamiento observado en el Gran Buenos Aires (GBA), particularmente en los Partidos del GBA, dado que en los Aglomerados del Interior del País (AIP) la oferta laboral mantuvo una expansión similar a la del trimestre previo. La Tasa de Actividad del GBA se ubicó en el tercer trimestre en 48,6% de la población y se redujo 0,2 p.p. en relación a un año atrás (0,7 p.p. respecto al trimestre anterior; ver Cuadro IV.1). La caída de la PEA podría haber respondido a la

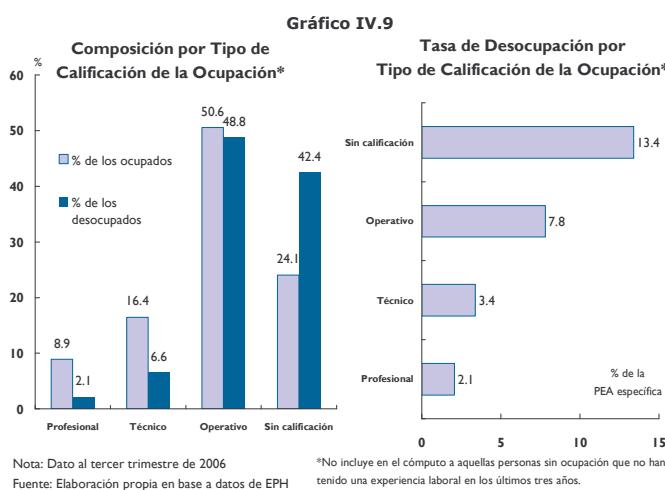
²⁴ Se refiere a los trabajadores en relación de dependencia a quienes se les efectúan descuentos por aportes jubilatorios.

²⁵ Recálculo de tasas básicas considerando como desocupados a todos los ocupados cuya ocupación principal proviene de un Plan Jefas y Jefes de Hogar.



desaceleración del crecimiento del empleo en dicha región, que luego de avanzar a un ritmo promedio superior a 6% i.a. en el primer semestre de 2006, aumentó 1,2% i.a. (ver Gráfico IV.8). Por su parte, los AIP mantuvieron su tendencia previa, tanto en lo que hace a la creación de empleo como a la oferta laboral.

Si bien los niveles de desempleo se mantienen elevados, siguen existiendo segmentos del mercado laboral que no pueden satisfacer plenamente su demanda. Por ejemplo, dentro de las ocupaciones con calificación profesional la tasa de desempleo alcanza sólo a 2,1% y es de 3,4% en las ocupaciones técnicas. En otros segmentos del mercado parecería existir en cambio, un exceso de oferta laboral disponible, como en el caso de las personas que no tienen calificación, donde el porcentaje de desocupados ascendió a 13,4% en el tercer trimestre²⁶ (ver Gráfico IV.9). Algo similar ocurre con la tasa de desocupación específica por grado educativo, donde el desempleo alcanza a 3,8% en el caso de las personas que poseen un título universitario y es casi dos veces y media superior para aquellos que han logrado completar la primaria (ver Gráfico IV.10).



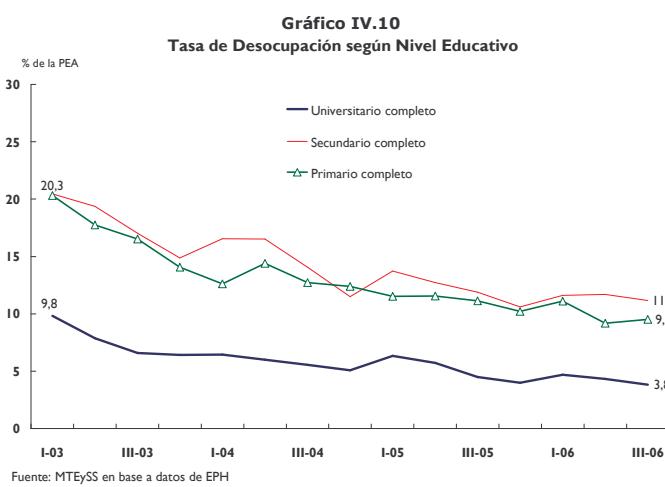
Para 2007 se espera que la dinámica del mercado laboral siga siendo favorable y la Tasa de Desocupación continúe cayendo. La expansión del empleo seguiría a un ritmo similar al observado en la segunda mitad de 2006, que si bien reflejaría una menor elasticidad empleo-Producto frente al promedio del año pasado, se mantendría en niveles elevados. El leve descenso de la elasticidad estaría relacionado (entre otros factores) con la contratación por jornada completa de personas subocupadas y la falta de oferta laboral en algunos segmentos educativos, lo que está dando lugar a diversas iniciativas de capacitación públicas y privadas.

Por otro lado, la oferta laboral también mantendría un sesgo positivo, como resultado de la tendencia a una mayor participación laboral de la población, aunque su incremento sería menor al de la demanda. De este modo, la Tasa de Desocupación podría ubicarse en torno a 9% a fin de 2007, a pesar de que los movimientos estacionales del mercado de trabajo podrían generar una tasa de dos dígitos en el primer trimestre del año.

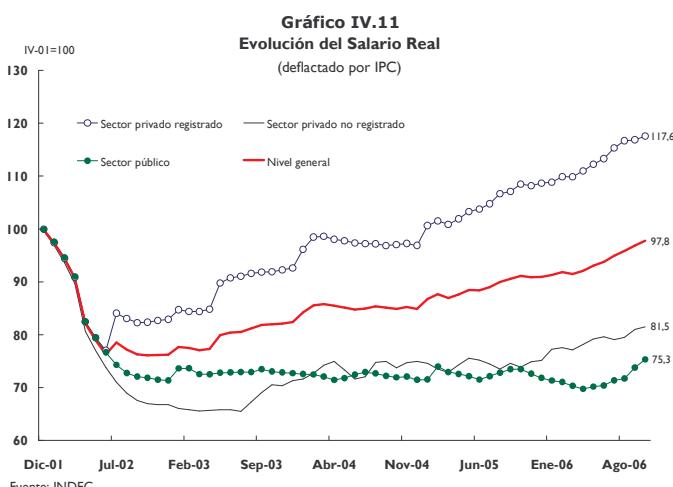
IV.3 Salarios

Los salarios reales de la economía continuaron creciendo con fortaleza durante 2006, incluso a un ritmo superior al observado en los tres años previos. En efecto, el incremento del poder adquisitivo de los asalariados habría finalizado el año por encima de 8%, luego de aumentar en torno a 2% trimestral en el tramo final del año, hecho que habría alentado mayores niveles de consumo (ver Gráfico IV.11 y Sección III). La mayor alza de las remuneraciones reales se debió a que a la continuidad del crecimiento nominal de los salarios privados registrados se sumaron también subas en el resto de los segmentos del mercado laboral y a un incremento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) inferior al observado durante 2005.

En particular, los salarios del sector privado registrado, luego de crecer más de 1% en términos reales en el último trimestre de 2006, habrían finalizado con un incremento real cercano a 9%, casi 3 p.p. por debajo de 2005 (ver Gráfico IV.12). El alza de los salarios



²⁶ No se incluye en el cómputo a aquellas personas sin ocupación que no han tenido una experiencia laboral en los últimos tres años.



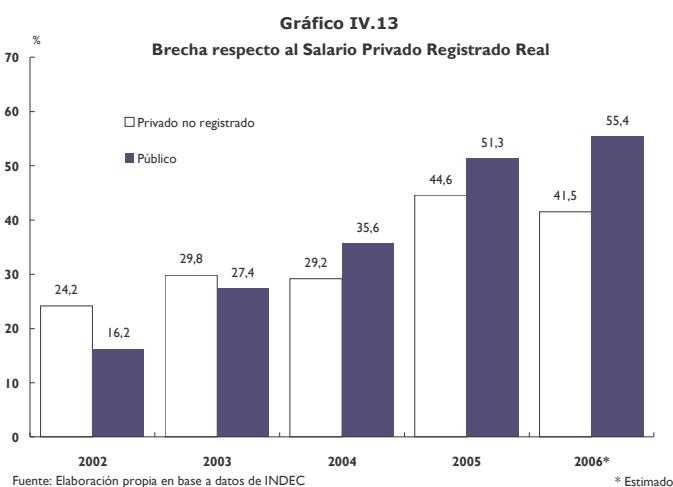
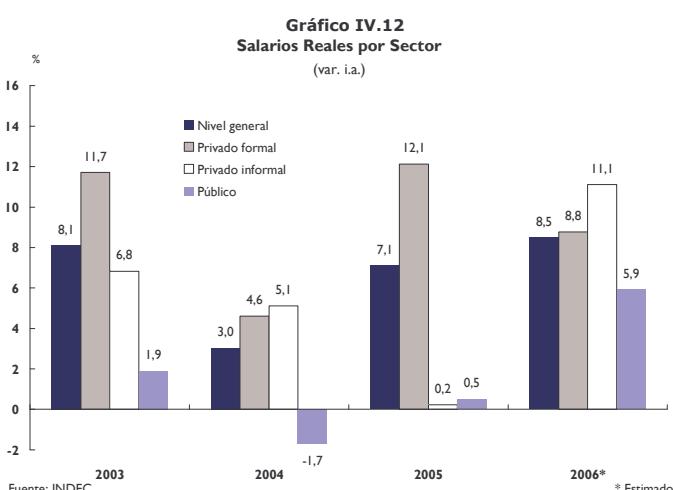
respondió principalmente a las negociaciones colectivas que abarcaron a más de 3,5 millones de asalariados y determinaron subas nominales de alrededor de 19% en promedio. Para 2007 se espera que siga la recomposición del poder adquisitivo de los asalariados formales, aunque probablemente a un ritmo inferior al de 2006. De todos modos, no existe certeza acerca de cómo finalizará la discusión salarial, dadas las expectativas divergentes de los distintos actores involucrados y teniendo en cuenta que la negociación formal recién se está iniciando. Asimismo, no se descartan presiones de los segmentos fuera de convenio (principalmente puestos gerenciales), a fin de corregir el achatamiento de las pirámides salariales generado por la suba proporcionalmente más elevada de los asalariados sindicalizados. Cabe notar que el resultado final de las negociaciones será un elemento importante en la determinación de la trayectoria de la inflación junto con el sesgo de la política monetaria y fiscal.

Por su parte, luego de permanecer estancados durante 2005, las remuneraciones reales del sector público y del segmento asalariado privado no registrado evidenciaron un aumento significativo a lo largo de 2006. En el caso del sector público, la realización de nuevos convenios colectivos, que fijaron alzas en los salarios nominales, fueron los principales impulsores de la mejora, que alcanzó a cerca de 6% en todo el período (más de 3% en el último trimestre).

En el caso de los salarios reales del sector privado no registrado, el alza de 2006 fue mayor a 11%, resultando más elevada que en los tres años anteriores. Esta variación fue incluso superior a la verificada en el sector formal, a pesar de que el sector no cuenta con el mismo poder de negociación. En alguna medida, la uniformidad de las subas salariales en el sector registrado habría facilitado el reclamo en el segmento no registrado, a lo que se suma el alza del Salario Mínimo Vital y Móvil dispuesta en 2006, que estaría actuando como una referencia para el segmento informal.

No obstante los aumentos en los salarios reales en los segmentos público y no registrado, persisten las diferencias observadas desde 2002 con respecto al sector privado formal. Las discrepancias entre los distintos segmentos se deberían principalmente a las diferencias en la capacitación, el menor poder de negociación del segmento informal y la existencia de una mayor demanda insatisfecha en el sector formal (ver Gráfico IV.13).

Con respecto a las expectativas para 2007, se espera que la existencia de un mercado laboral más ajustado impulse un nuevo aumento de las remuneraciones reales. De esta forma, es probable que en el primer trimestre los niveles salariales en términos reales alcancen valores similares a los observados en el último trimestre de 2001. Sin embargo, el año podría finalizar con un incremento del orden de la mitad del observado en 2006, a la vez que persistirían las diferencias entre los distintos segmentos del mercado laboral.



V. SECTOR EXTERNO

IV.1 Síntesis

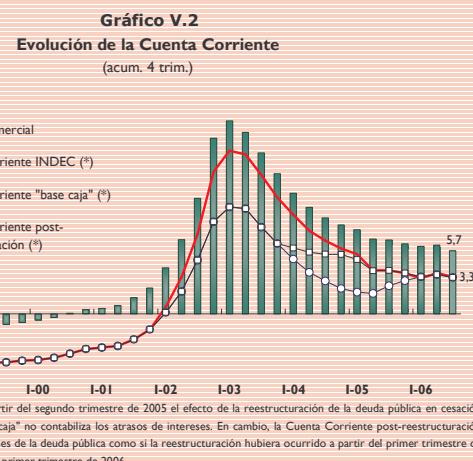
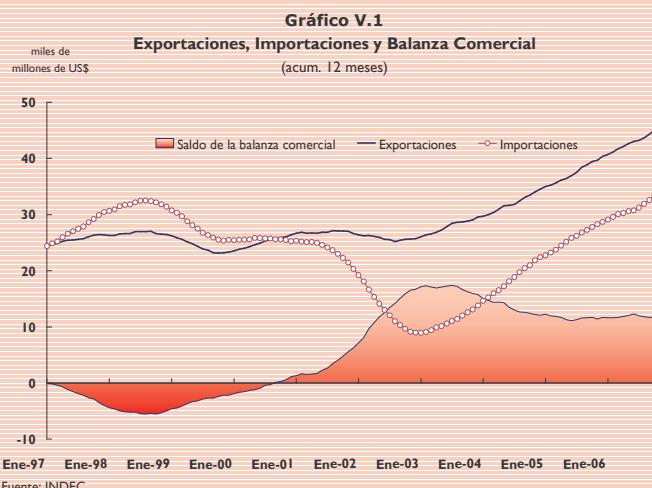
Lejos de cerrarse, la denominada “brecha externa” se habría ampliado en 2006, finalizando con un superávit de Cuenta Corriente de aproximadamente US\$7.300 millones, equivalente a 3,4% del PIB. Este resultado respondería a una menor salida neta de divisas en la balanza de servicios, una reducción del déficit en la cuenta Rentas de la inversión y, fundamentalmente, a la expansión del excedente comercial. Asimismo, se espera que en 2007 la Cuenta Corriente vuelva a exhibir un superávit de magnitud, completando un período de seis años consecutivos de resultados positivos, algo inédito en la historia reciente.

La balanza comercial finalizó 2006 con un superávit cercano a US\$12.500 millones (5,8% del PIB). Este nivel, superior al estimado inicialmente y al registrado en 2005, respondió en gran medida a la buena evolución de las exportaciones, que se situaron en torno a US\$46.500 millones (15% interanual -i.a.-), impulsadas por un aumento conjunto de precios y cantidades. Para 2007 se prevé que las exportaciones continúen en ascenso, principalmente a partir del aumento de los volúmenes vendidos. Se proyectan embarques por más de US\$50.000 millones, prácticamente duplicando los niveles previos a la devaluación.

Por su parte, las importaciones continúan creciendo a ritmo sostenido y terminaron 2006 en torno a US\$34.000 millones (19% i.a.), situándose también por encima de lo esperado originalmente, en un marco en el que la expansión económica resultó levemente superior a la prevista. Así, la elasticidad importaciones-PIB medida a precios constantes se ubicaría, en promedio, apenas por debajo de 2, cifra algo menor a la registrada en 2005. En 2007 las compras externas seguirían creciendo, aunque a un ritmo más moderado, llegando a aproximadamente US\$39.700 millones. Consecuentemente, el saldo comercial del año se ubicaría por encima de US\$10.500 millones, manteniéndose en niveles históricamente elevados.

En 2006 la Cuenta Financiera habría exhibido, descontando el pago al Fondo Monetario Internacional (FMI), un ingreso neto superior al registrado en 2005, tanto en el caso del Sector Público, por las colocaciones de bonos externos, como en el Sector Privado No Financiero, que registró una expansión del crédito comercial. En 2007 se espera que el ingreso de divisas se incremente, impulsado por la mayor emisión de deuda pública nacional y provincial en el exterior, y por un alza de la Inversión Extranjera Directa (IED) y del crédito comercial a firmas nacionales.

Los principales riesgos en el sector externo están dados por la posibilidad de una reducción pronunciada de los precios de las materias primas que exporta el país. Otro factor a seguir es la evolución del balance de combustibles, que en 2006 habría explicado casi la mitad del superávit comercial.



V.2 Cuenta Corriente

Durante 2006, se habría ampliado la denominada “brecha externa”, tanto en términos nominales como relativos al Producto, finalizando el año con un superávit de Cuenta Corriente de aproximadamente US\$7.300 millones (alrededor de 3,4% del PIB), frente a un resultado de US\$5.394 millones (3% del PIB) en 2005. No obstante, si descontamos el efecto del registro de los intereses vencidos impagos de la deuda en cesación de pagos²⁷, el saldo de Cuenta Corriente habría mostrado una ligera contracción frente al año anterior (ver Cuadro V.1).

La balanza de servicios reales habría finalizado el año con un déficit ligeramente menor al de 2005, principalmente debido al destacado desempeño de la cuenta Viajes, que refleja el gran desarrollo que está teniendo el turismo receptivo en el país. En efecto, de acuerdo a datos de la Secretaría de Turismo de la Nación, en los primeros nueve meses de 2006 arribaron 1.497.819 turistas extranjeros al Aeropuerto Internacional de Ezeiza (15,7% interanual -1.a.-), a lo que se sumó un aumento del tiempo de estadía promedio de los visitantes. De este modo, en un contexto de leve crecimiento de las salidas de divisas por turismo emisivo, se estima que la cuenta Viajes habría finalizado el año con superávit por primera vez desde 1992. Entre los demás componentes de la balanza de servicios, cabe mencionar la evolución de los servicios empresariales y profesionales, que finalizarán el año con un importante aumento de su superávit (ver Gráfico V.3).

En cuanto a las Rentas de la inversión, en 2006 se habría reducido el déficit de esta cuenta a partir de una menor salida neta de divisas en concepto de intereses. Este comportamiento responde, por un lado, a la reducción de los intereses pagados, tanto por la caída del stock de deuda privada como por la cancelación anticipada de todas las obligaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI). A su vez, el ingreso de divisas en concepto de intereses ganados muestra un fuerte aumento, explicado en gran medida por los intereses generados por la inversión de las Reservas Internacionales, que en 2006 obtuvieron un rendimiento cercano a US\$1.400 millones, equivalente a 5,7% anual sobre el stock promedio de las Reservas durante el período. Esta menor salida neta en concepto de intereses es contrarrestada parcialmente por un sostenido incremento del débito en la cuenta de Utilidades y dividendos, que refleja el mayor giro de ganancias al exterior por parte de las filiales locales de empresas extranjeras, beneficiadas por la mayor actividad económica y por los altos precios de las materias primas agrícolas y el petróleo.

En 2007 se prevé que el saldo de Cuenta Corriente exhiba una leve disminución, vinculada principalmente a la reducción del superávit comercial. Además, se registraría un incremento del saldo deficitario de la cuenta Rentas de la inversión. Si bien se reduciría la salida neta por Intereses, dado que los mayores intereses ganados contrarrestarían el aumento de los pagos derivados del servicio de la mayor deuda externa privada, el débito en concepto de Utilidades y dividendos se incrementaría por el aumento de las ganancias giradas al exterior. No obstante, la Cuenta Corriente seguiría

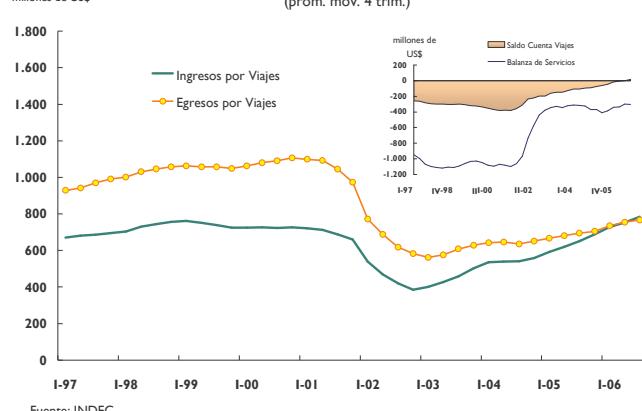
Cuadro V.1
Estimación del Balance de Pagos. Cuenta Corriente
(millones de US\$)

	2004	III-05	IV-05	2005	I-06	II-06	III-06	Var. III-06 III-05
Cuenta Corriente (*)	3.446	2.015	1.385	5.394	1.099	2.438	1.739	-276
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	2,3	4,3	2,9	3,0	2,4	4,4	3,2	-1,1
Cuenta Corriente post-reestructuración (anualizada en % del PIB)	5,3	4,3	2,9	3,7	2,4	4,4	3,2	-1,1
Mercancías	13.265	3.796	2.827	12.805	2.812	4.126	3.286	-510
Exportaciones fob	34.576	10.882	10.164	40.106	9.854	11.984	12.161	1.279
Importaciones fob	21.311	7.086	7.337	27.302	7.042	7.858	8.875	1.789
Servicios	-1.482	-351	-139	-1.357	-357	-350	-365	-14
Exportaciones de servicios	5.146	1.485	1.829	6.271	1.830	1.596	1.703	218
Importaciones de servicios	6.628	1.836	1.968	7.626	2.187	1.946	2.068	232
Rentas	-8.928	-1.559	-1.458	-6.621	-1.488	-1.472	-1.340	219
Renta de la inversión	-8.896	-1.550	-1.450	-6.585	-1.480	-1.459	-1.327	223
Intereses	-6.956	-656	-435	-3.354	-365	-303	-286	370
Ganados	2.818	753	921	3.239	877	967	1.057	304
Pagados	9.774	1.409	1.357	6.594	1.242	1.270	1.343	-66
Utilidades y Dividendos	-1.940	-894	-1.015	-3.232	-1.115	-1.155	-1.040	-146
Pagados	2.567	1.124	1.195	4.060	1.401	1.420	1.300	176
Otras Rentas	-32	-9	-8	-35	-8	-13	-14	-5
Transferencias corrientes	591	129	156	567	132	133	158	29

(*) La Cuenta Corriente registró a partir del segundo trimestre de 2005 el efecto de la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos, que consistió en una reducción de los intereses devengados ya que se dejaron de registrar los atrasos de intereses. 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. Esta serie converge con la Cuenta Corriente informada por el INDEC a partir del primer trimestre de 2006.

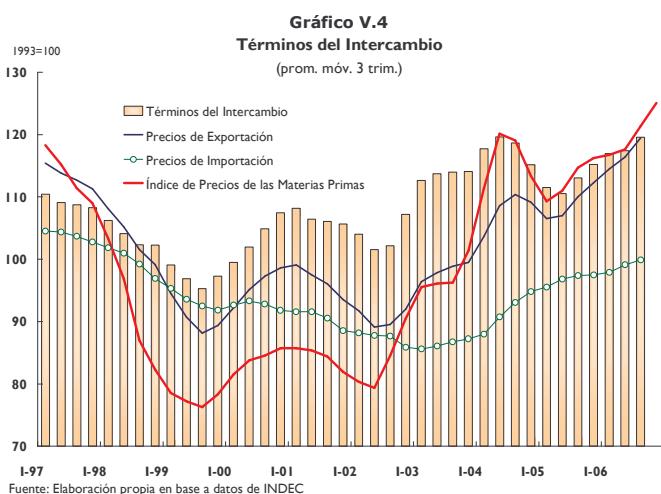
Fuente: INDEC

Gráfico V.3
Balanza de Servicios. Cuenta Viajes
(prom. móv. 4 trim.)



Fuente: INDEC

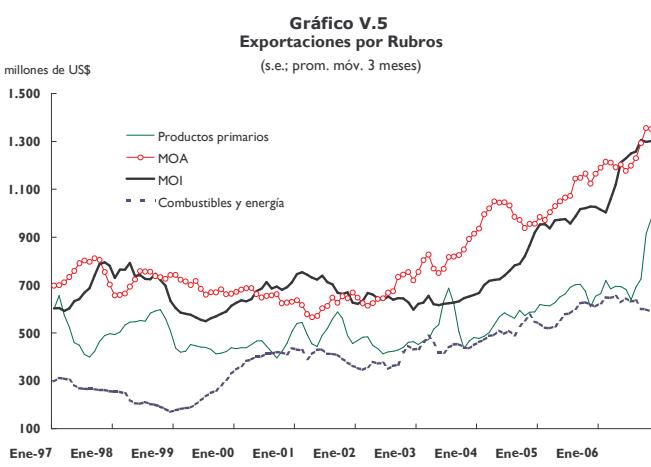
²⁷ El Balance de Pagos contabiliza las transacciones entre residentes y no residentes en base devengado y, por lo tanto, registra como un débito en la cuenta Rentas de la inversión al devengamiento de intereses aún en el caso de que permanezcan impagos. Por este motivo, hasta el primer trimestre de 2005 las estimaciones incluyen los intereses devengados sobre la deuda con no residentes en títulos del Gobierno Nacional que se encontraban en cesación de pagos, que dejaron de contabilizarse el trimestre siguiente, una vez concluida la reestructuración de la deuda pública.



mostrando resultados positivos e históricamente elevados, en torno a 2,3% del Producto, registrando superávit por sexto año consecutivo, hecho inédito desde mediados del siglo pasado (1941-1946).

Balanza Comercial²⁸

La balanza comercial continúa mostrando una evolución positiva, y finalizó 2006 con un superávit cercano a US\$12.500 millones (5,8% del PIB). Este nivel, que es en términos absolutos mayor al alcanzado en 2005 (US\$11.663 millones, 6,4% del PIB), resultó superior al estimado inicialmente, y respondió en gran medida a la buena evolución de las exportaciones, que se situaron en torno a US\$46.500 millones (15% i.a.), con un aporte similar de mayores precios y cantidades²⁹. A lo largo de 2006, los términos del intercambio mostraron una progresiva mejora, impulsados por la sostenida suba de los precios de exportación, que alcanzaron niveles máximos históricos, principalmente a partir de las elevadas cotizaciones internacionales de las materias primas (ver Gráfico V.4). Para 2007 se prevé que las exportaciones continúen en ascenso, principalmente a partir del incremento de las cantidades vendidas, aunque con una leve desaceleración. Se proyectan embarques por más de US\$50.000 millones, prácticamente duplicando los niveles previos a la devaluación (ver Gráfico V.5 y Cuadro V.2).



En los últimos meses de 2006 se verificó un cambio de nivel de las ventas externas que, en términos desestacionalizados (s.e.), pasaron de un promedio de US\$3.653 millones en los primeros siete meses del año a US\$4.148 millones en el período agosto-noviembre. Esta modificación estuvo impulsada por un fuerte crecimiento de los volúmenes despachados, en un contexto de elevados precios, mayores a los esperados (ver Gráfico V.6). Si bien parte del cambio de nivel provino de algunos factores puntuales de carácter transitorio, como el inusual aumento de los embarques de semillas oleaginosas en meses que tradicionalmente son de baja estacionalidad, existen componentes permanentes que impulsan las exportaciones a un nuevo nivel. Entre otros, se destacan los mayores envíos de concentrado de cobre y oro, que reflejan los importantes desembolsos llevados a cabo en los últimos años para el desarrollo de la minería metalífera, y el incremento de los despachos de subproductos oleaginosos, como resultado de la expansión de la capacidad de procesamiento de la industria aceitera.

Los embarques de productos manufacturados (tanto agropecuarios como industriales) fueron los principales impulsores de las exportaciones durante 2006, explicando en conjunto más de la mitad del incremento de las ventas externas. En los primeros once meses del año, los despachos de Manufacturas de origen industrial (MOI) mostraron una expansión de 22,6% i.a., principalmente a partir de los mayores volúmenes enviados (14% i.a.). Las ventas de la industria automotriz explican buena parte del incremento de las MOI en el año, registrando una suba de 37,4% i.a., en base al fuerte aumento de los envíos a Brasil y a otros destinos (ver Gráfico V.7). Entre los demás productos, se destacan los embarques de oro, que

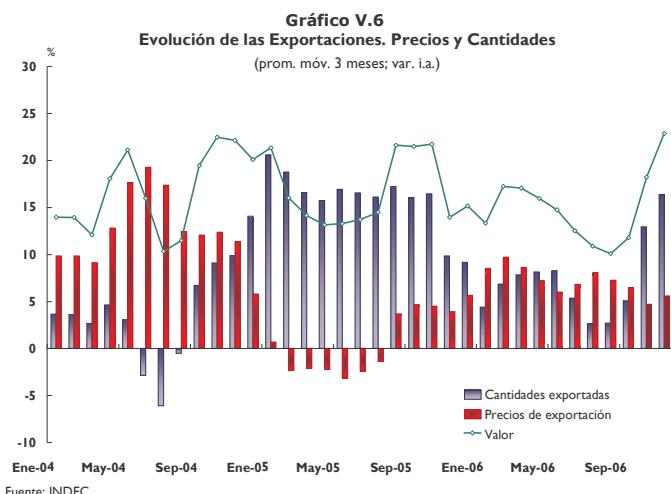
Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros
(millones de US\$)

Rubro	Enero-Noviembre					
	2005	2006	Dif.	Var %		
				Total	Precios	Cantidades
Productos primarios	7.401	8.280	879	11,9%	8%	4%
MOA	11.936	13.755	1.819	15,2%	5%	9%
MOI	10.923	13.395	2.472	22,6%	8%	14%
MOI sin Material de transporte	8.269	9.748	1.479	17,9%		
Material de transporte	2.654	3.647	993	37,4%		
Combustibles y energía	6.468	6.903	435	6,7%	23%	-13%
TOTAL	36.728	42.333	5.605	15,3%	7%	8%
						100,0%

Fuente: INDEC

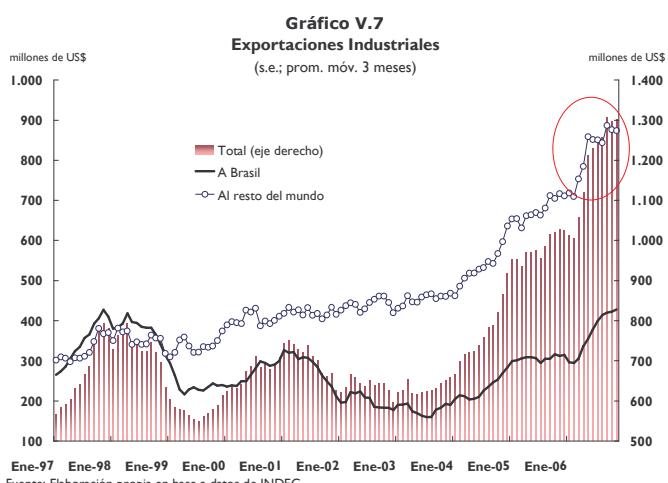
²⁸ En el caso de la Balanza Comercial se consideran las importaciones *Cost, Insurance and Freight* (CIF; incluyendo el costo del seguro y fletes) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB; puesto a bordo).

²⁹ Cabe destacar que en septiembre se conoció una revisión de los datos de comercio exterior de los primeros ocho meses del año, que resultó en un incremento de más de US\$400 millones en los datos de exportaciones de 2006.

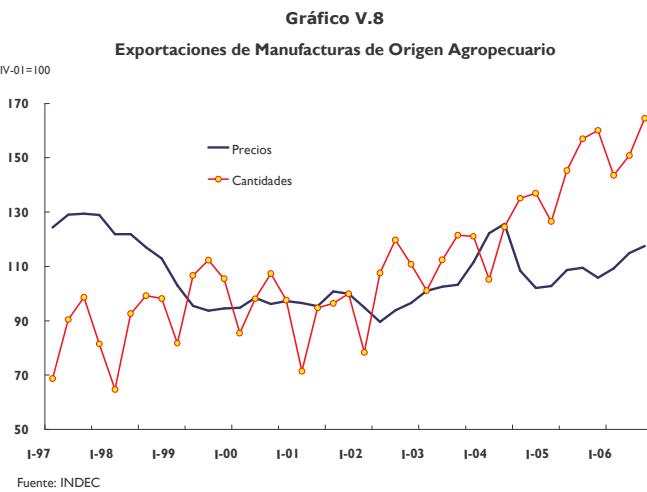


más que triplican los registros del año anterior. En 2007 se espera que las exportaciones de MOI continúen en alza, lideradas por los despachos de la industria automotriz, que atraviesa una etapa de sostenida expansión de su producción y sus ventas (ver Apartado 3). Adicionalmente, la finalización de diversas ampliaciones de capacidad en la industria siderúrgica y del aluminio permitiría ampliar las ventas de productos metálicos a partir de la segunda mitad del año.

Por su parte, las exportaciones de Manufacturas de origen agropecuario (MOA) acumulan entre enero y noviembre un crecimiento de 15,2% i.a., con una suba de 5% i.a. en los precios y de 9% i.a. en las cantidades exportadas (ver Gráfico V.8). Las mayores ventas del complejo oleaginoso (principalmente aceite y pellets de soja), fruto de la ampliación de la capacidad de procesamiento de la industria en los últimos años, constituyen el motor del crecimiento del rubro, explicando más de 57% del aumento de las MOA en el año. Por otro lado, las ventas de carnes y sus preparados se mantuvieron casi sin variaciones con respecto a 2005. Afectados por las restricciones impuestas a la exportación de carne bovina, los volúmenes despachados sufrieron un descenso de 25% i.a., que fue compensado por un aumento de 37% en los precios de exportación promedio, reflejo de las mejores cotizaciones internacionales y de una mayor participación de los productos de alto valor en el total de las ventas externas sectoriales.



Para 2007 se espera que el aumento de la cosecha de oleaginosas permita un incremento de las ventas de aceites y pellets. Además, recientemente se introdujeron cambios en el régimen especial de importación temporaria de mercaderías³⁰. Esta reglamentación facilitaría el ingreso de porotos de soja desde los países vecinos para ser industrializados localmente y luego reexportados como productos procesados, aprovechando la capacidad ociosa que presenta la industria aceitera nacional luego de las últimas expansiones. Esto podría generar un incremento de las ventas de subproductos oleaginosos aún mayor al previsto, que vendría acompañado de un aumento paralelo de las importaciones de Bienes intermedios. Las ventas de productos cárnicos, en tanto, seguirán durante la primer parte del año afectadas por el cupo de exportación de cortes bovinos³¹.

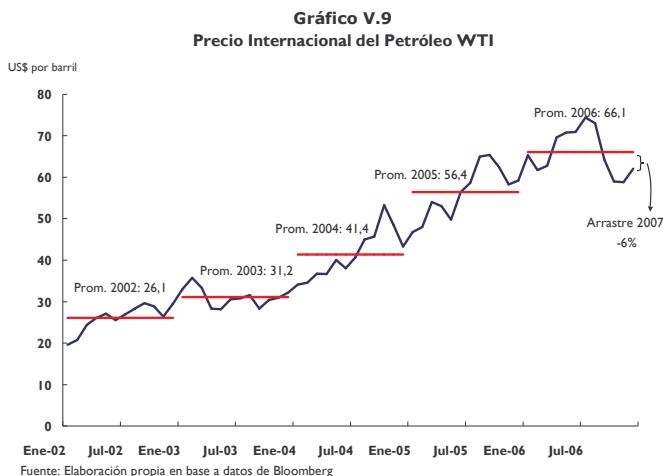


En el caso de los Productos primarios (PP), los despachos de los primeros once meses de 2006 muestran un incremento de 11,9% i.a., debido en gran medida a los elevados precios. No obstante, se verificó una caída de 21% i.a. en las ventas de semillas oleaginosas, uno de los principales rubros de exportación, vinculada con la mayor proporción de la cosecha que se industrializa en el país. Por el lado de los cereales (principalmente trigo y maíz), si bien las cantidades exportadas sufrieron un descenso de 19% i.a., afectadas por la reducción de la cosecha en la campaña 2005/06, el aumento de los precios permitió que las ventas presentaran una disminución de sólo 1% i.a..

No obstante la disminución de las exportaciones de oleaginosas y el estancamiento de las ventas de cereales, los despachos de PP crecieron a partir de la destacada evolución del complejo minero,

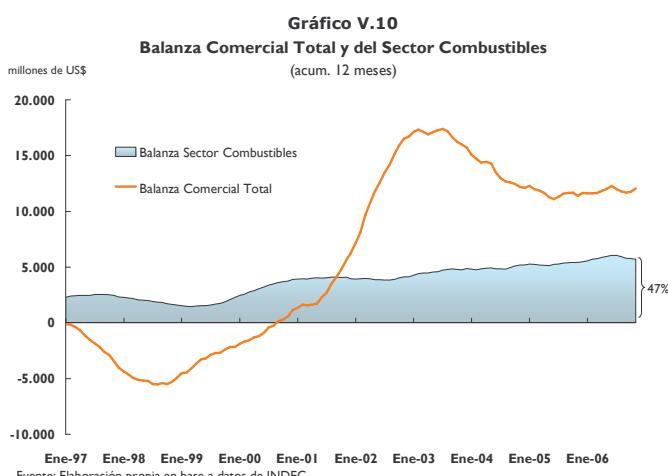
³⁰ Resolución General 2147 de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP).

³¹ La Resolución 935/2006 del Ministerio de Economía y Producción extendió la restricción de exportación de carne bovina para un nuevo período, de diciembre de 2006 a mayo de 2007. El cupo de exportación mensual se fijó en 17.883 toneladas por mes (50% del volumen promedio exportado en 2005), aunque se mantienen excluidos de este límite los cortes de vaca conserva, los cuartos traseros de novillos pesados y las ventas comprendidas en convenios país-país y Cuota Hilton.



que exhibió un fuerte incremento de los embarques de concentrado de cobre (139% i.a.). El sostenido aumento de los volúmenes exportados, sumado a precios internacionales en niveles récord, permitió que el mineral de cobre se convirtiera en uno de los principales productos de exportación (US\$1.614 millones en los primeros once meses de 2006) y explicara más de 15% del crecimiento de las ventas externas totales. De cara a 2007, los buenos pronósticos de cosecha para la actual campaña de cereales y oleaginosas permiten esperar una evolución favorable de las ventas de productos agrícolas en la primera mitad del año (ver Sección III). Adicionalmente, los embarques de Productos primarios continuarían impulsados por las exportaciones mineras, que se mantendrían en ascenso a partir de la entrada en producción de nuevos yacimientos.

Por su parte, las exportaciones de Combustibles y energía mostraron en el acumulado enero-noviembre un aumento de 6,7% i.a., explicado íntegramente por los mejores precios (23% i.a.), dado que las cantidades embarcadas disminuyeron 13% i.a.. De todos modos, a pesar del incremento de 18% i.a. en la cotización internacional del petróleo *West Texas Intermediate* (WTI), las exportaciones de petróleo acumularon una caída de 4% i.a., asociada al descenso de la extracción de crudo en los últimos años, situación que fue contrarrestada por mayores envíos de combustibles elaborados (9% i.a.) y gas de petróleo (21% i.a.). Sin embargo, cabe señalar que en los últimos meses se revirtió el crecimiento de las exportaciones de combustibles elaborados, fenómeno que podría estar relacionado con una mayor demanda interna, en tanto que se observó un inusual incremento de los embarques de petróleo crudo.



Para 2007 se prevé que las ventas externas de combustibles continúen en retroceso, dado que la expansión del consumo doméstico sigue reduciendo los saldos exportables en un marco en el cual la extracción local de crudo no logra recuperarse de las caídas verificadas en los últimos años. Asimismo, dada la evolución de la cotización del petróleo a lo largo de 2006, cuando aumentó durante la primera mitad del año hasta US\$77 por barril, para luego retroceder y mantenerse relativamente estable en torno a US\$60, el arrastre estadístico de los precios para 2007 es negativo (ver Gráfico V.9). Esto contribuiría a la disminución de las exportaciones y generaría una contracción de la balanza comercial de energía, que en 2006 explicó casi la mitad del saldo comercial total (ver Gráfico V.10).

En el terreno de las negociaciones comerciales, frente al fracaso de las conversaciones multilaterales de la Ronda de Doha se continuó avanzando en la concreción de acuerdos bilaterales sectoriales. A fines de noviembre se firmó con México un convenio de eliminación de aranceles para un conjunto de autopartes, y en diciembre se suscribió un pacto con Cuba para incrementar las ventas de harina de trigo a ese país. Además, también en diciembre, EE.UU. aprobó la extensión hasta fines de 2008 del Sistema Generalizado de Preferencias (SGP), programa de exenciones y reducciones arancelarias que beneficia a socios comerciales de ingresos medios y bajos, incluida Argentina. Por el contrario, tanto Chile como Uruguay ampliaron recientemente restricciones al ingreso de determinados productos agropecuarios argentinos, entre ellos harinas, aceites y lácteos.

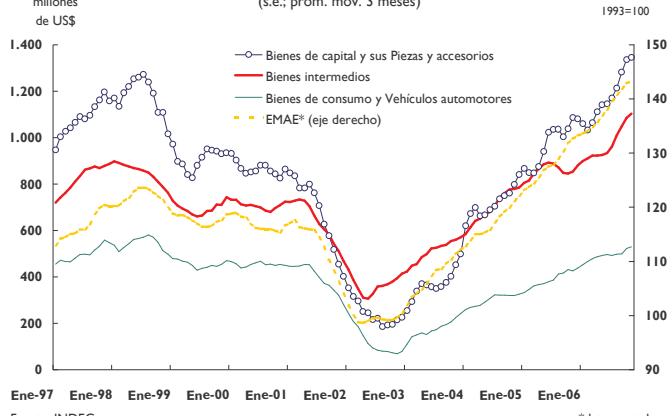
Cuadro V.3
Importaciones por Uso Económico
(millones de US\$)

Uso Económico	Enero-Noviembre						
	2005	2006	Dif.	Var %			Contribución
				Total	Precio	Cantidad	
Bienes de capital	6.320	7.726	1.406	22,2%	-2%	24%	27,0%
Bienes intermedios	9.527	10.974	1.447	15,2%	7%	7%	27,8%
Combustibles y lubricantes	1.418	1.650	232	16,4%	17%	0%	4,5%
Piezas y accesorios para bienes de capital	4.484	5.433	949	21,2%	2%	19%	18,2%
Bienes de consumo	2.871	3.632	761	26,5%	5%	22%	14,6%
Vehículos automotores de pasajeros	1.452	1.882	430	29,6%	-	-	8,3%
Resto	121	108	-13	-10,7%	-	-	-0,2%
TOTAL	26.193	31.405	5.212	19,9%	3%	16%	100,0%

Fuente: INDEC

Las importaciones finalizaron 2006 en torno a US\$34.000 millones, ligeramente por encima de lo esperado originalmente, registrando una suba de 19% i.a.. De esta manera, la elasticidad importaciones-PIB medida a precios constantes se ubicaría en promedio levemente por debajo de 2. El crecimiento de las compras externas, que alcanzaron un nuevo máximo histórico, responde en gran medida a las mayores cantidades importadas (16% i.a. en los primeros once meses del año). Todos los usos de importación muestran incrementos, destacándose la evolución de las compras de Vehículos automotores de pasajeros y Bienes de consumo, alentadas por el dinamismo que presenta el Consumo Privado. Otros rubros que exhiben importantes aumentos son los Bienes de capital, que explican buena parte del crecimiento de la inversión en maquinarias y equipo en el año, y sus Piezas y accesorios, impulsadas por las compras de autopartes destinadas a abastecer la expansión de la producción automotriz. En conjunto, estos dos últimos rubros son responsables de aproximadamente la mitad del crecimiento de las importaciones (ver Cuadro V.3 y Gráfico V.11).

Gráfico V.11
Importaciones por Uso Económico
(s.e.; prom. móv. 3 meses)



Fuente: INDEC

Por otro lado, las compras de Bienes intermedios, el principal rubro de importación, acumulan un crecimiento de 15,2% i.a. en los primeros once meses del año, a partir de una suba conjunta de precios y cantidades. Luego de crecer moderadamente durante la primera mitad del año, las importaciones de Bienes intermedios mostraron una aceleración en el segundo semestre. En tanto, las compras de Combustibles y lubricantes registran un aumento de 16,4% i.a., explicado íntegramente por las mayores cotizaciones, dado que las cantidades ingresadas se mantuvieron prácticamente sin variación.

En 2007 se espera que las importaciones sigan en ascenso, aunque a un ritmo más moderado, llegando a aproximadamente US\$39.700 millones. La aceleración prevista en la demanda agregada, principalmente en el primer semestre del año, sería en parte abastecida con mayores compras al exterior. De este modo, el saldo comercial del año se ubicaría por encima de US\$10.500 millones (4,4% del PIB), manteniéndose elevado en términos históricos y positivo por octavo año consecutivo.

V.3 Cuenta Capital y Financiera

Descontando el pago de US\$9.530 millones efectuado en enero de 2006 para cancelar la deuda con el FMI, la Cuenta Capital y Financiera habría exhibido el año pasado un ingreso neto de divisas superior al registrado en 2005. En particular, la cuenta del Sector público no financiero finalizó con un superávit explicado por las colocaciones de bonos externos efectuadas por el Gobierno Nacional (BODEN 2012, BONAR V y BONAR VII). En cuanto al Sector privado, el ingreso neto de divisas surge de la Inversión Extranjera Directa (IED), que muestra una leve disminución y está sostenida principalmente por la reinversión de utilidades, y del incremento del nivel de endeudamiento externo, impulsado en gran medida por el crédito comercial (ver Cuadro V.4).

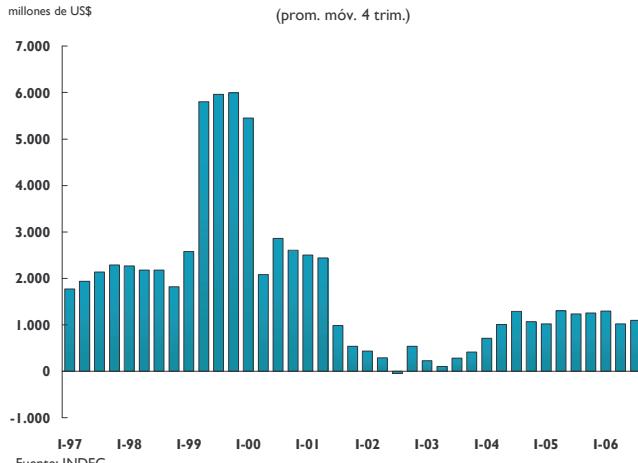
Cuadro V.4
Estimación del Balance de Pagos. Cuenta Capital y Financiera
(millones de US\$)

	2004	III-05	IV-05	2005	I-06	II-06	III-06	Var. III-06 III-05
Cuenta Capital y Financiera	1.742	593	1.465	3.016	-8.479	1.143	1.192	599
Cuenta capital	43	37	4	91	11	41	46	9
Cuenta financiera	1.699	556	1.461	2.925	-8.490	1.102	1.146	590
Sector Bancario	-3.097	-1.188	-251	-4.331	-9.704	-583	389	1.577
BCRA	-1.990	-776	-27	-2.898	-10.003	-301	404	1.180
Otras entidades financieras	-1.107	-413	-224	-1.434	299	-282	-15	398
Sector Público no Financiero	4.952	1.053	1.124	3.414	927	1.151	-157	-1.210
Gobierno Nacional	5.078	1.042	1.087	3.387	969	1.204	-162	-1.204
Sector Privado No Financiero	-156	691	588	3.843	287	534	914	223
Errores y Omisiones Netos	131	-48	-337	447	747	263	-401	-353
Variación de Reservas Internacionales	5.319	2.560	2.512	8.857	-6.633	3.843	2.530	-31

Fuente: INDEC

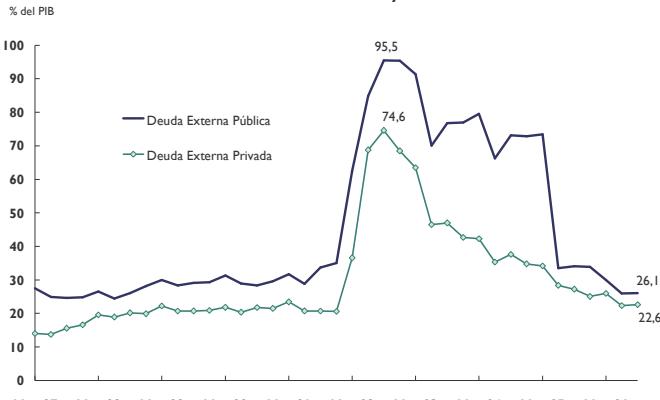
En 2007 se espera que el ingreso de divisas a través de la Cuenta Capital y Financiera se incremente. Por el lado del Sector público, el superávit estaría generado principalmente por las nuevas emisiones de deuda pública nacional, a las que se sumarían progresivamente algunos gobiernos provinciales. En ese sentido, en octubre de 2006 Neuquén realizó la primera colocación provincial

Gráfico V.12
Inversión Extranjera Directa
(prom. móv. 4 trim.)



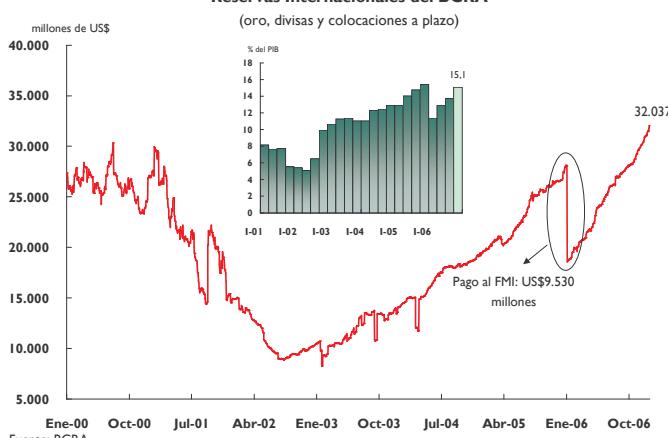
Fuente: INDEC

Gráfico V.13
Deuda Externa Pública y Privada



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

Gráfico V.14
Reservas Internacionales del BCRA



Fuente: BCRA

de títulos en el exterior, seguida poco después por Buenos Aires. Además, existe la posibilidad de que otros distritos las acompañen, sobre todo una vez que vayan normalizando su situación las provincias que todavía mantienen deuda en cesación de pagos. En cuanto a la cuenta financiera del Sector privado, se prevé un aumento en los flujos de IED, que al igual que en 2006 serían sostenidos por la reinversión de utilidades. Adicionalmente, la expansión esperada de la actividad económica y del intercambio comercial vendrían acompañadas de un incremento del financiamiento comercial del exterior a firmas nacionales (ver Gráfico V.12).

Por otra parte, la deuda externa alcanzó en septiembre US\$107.818 millones, con un leve incremento trimestral de US\$954 millones. Luego de mostrar en términos nominales una disminución desde fines de 2004, que incluyó la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos y la cancelación de las obligaciones con el FMI, la deuda externa comenzó a repuntar en 2006, aunque manteniéndose en el menor nivel con relación al PIB desde la devaluación, dado que a fin del tercer trimestre la deuda externa representaba menos de 50% del Producto. El Sector privado no financiero, a partir del mayor crédito comercial, y el Sector público, explicaron el aumento, compensado sólo parcialmente por una disminución del endeudamiento del Sector financiero. En términos del PIB, el nivel de endeudamiento externo es similar al promedio de la década pasada, aunque en la actualidad el país presenta mayores niveles de apertura comercial y de Reservas Internacionales, lo que sumado a un tipo de cambio flotante le brindan una mayor flexibilidad y lo colocan en una situación de mayor solvencia (ver Gráfico V.13).

V.4 Reservas Internacionales

La política prudencial de acumulación de Reservas Internacionales se mantuvo a lo largo de 2006, lo que permitió que ya en septiembre se recuperaran las divisas utilizadas para la cancelación anticipada del total de la deuda con el FMI y se alcanzó un *stock* de US\$32.037 millones a fin de diciembre. De esta manera, las Reservas Internacionales representan actualmente 15,1% del PIB, proporción que supera ampliamente el nivel máximo logrado antes de la devaluación (9,8% en el segundo trimestre de 2000; ver Gráfico V.14). Además, en la actualidad la acumulación de Reservas deriva del superávit comercial, a diferencia de la década anterior, cuando surgía principalmente del endeudamiento externo.

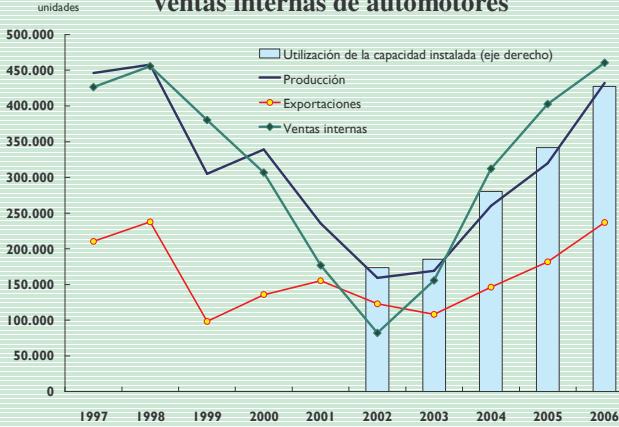
En 2007 se mantendría la política de acumulación llevada a cabo por el BCRA. Esta estrategia, que se repite en buena parte de los países en desarrollo, está destinada a ampliar los márgenes de acción de la política económica y reducir la vulnerabilidad externa de la economía.

Apartado 3. El crecimiento de las exportaciones del complejo automotriz

En los últimos años las exportaciones del complejo automotriz muestran un gran dinamismo, contribuyendo a la recuperación del sector y convirtiéndose en uno de los principales impulsores del crecimiento de las ventas externas del país. Al mismo tiempo, los envíos de automotores y autopartes registran un mayor grado de diversificación en términos de destinos, a partir de la firma de diversos acuerdos comerciales que impulsan la inserción externa de la producción nacional.

La recesión en la que estuvo inmersa la economía argentina desde fines de 1998 generó una fuerte retracción en el nivel de actividad de la industria automotriz. A la contracción de la demanda interna se sumó la devaluación del real brasileño en enero de 1999, que provocó una disminución de las exportaciones a Brasil, principal destino de las ventas externas de automotores argentinos. La declinación del sector, que afectó también a la industria autopartista, alcanzó su punto crítico en 2002, cuando la producción fue de casi 160.000 unidades, el menor registro desde 1991. Esto implicó una notable reducción del personal ocupado y un alto nivel de ociosidad en las fábricas, que incluso llevó a algunas empresas a suspender la producción de vehículos. El proceso de recuperación del sector comenzó a partir de 2003, a la par de la reactivación de la economía. Una vez que se consolidó el crecimiento de la demanda interna y comenzaron a despegar las exportaciones, se llevó a cabo un nuevo ciclo de inversiones, que se tradujo en la incorporación de nuevos modelos a la oferta nacional, elevando el nivel de utilización de la capacidad instalada e incorporando personal. Así, en 2006 la fabricación de automotores se ubicó en un nivel próximo al máximo de 1998. A su vez, las ventas domésticas superaron las 460.000 unidades, cerca del récord de 508.000 vehículos vendidos en 1994 (ver Gráfico N° 1).

Gráfico N° 1: Producción, exportaciones y ventas internas de automotores



Fuente: ADEFA e INDEC

Gráfico N° 2: Destino de la producción nacional de automotores



Fuente: ADEFA

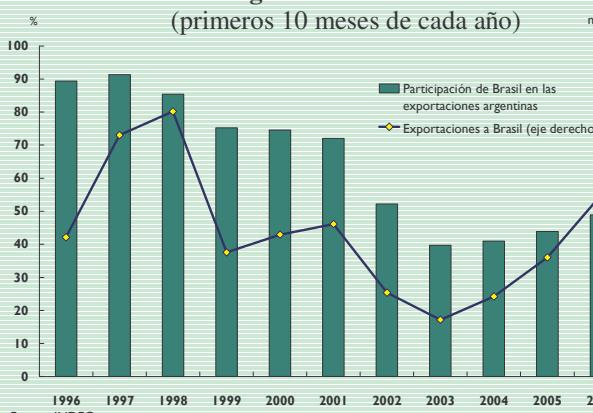
Las exportaciones automotrices acompañaron la recuperación del sector tomando un papel de dinamizador de la producción local. En 2006, las ventas externas de automotores llegaron a cerca de 240.000 unidades, situándose prácticamente en el mismo nivel que en 1998, año récord para el sector. Por su parte, los envíos de autopartes mostraron un destacado incremento, aún mayor que en los vehículos terminados, registrando en los primeros diez meses de 2006 un nivel 77% superior al del mismo período de 1998. De este modo, los despachos al exterior del sector, incluyendo las autopartes, constituyeron uno de los principales impulsores de las exportaciones del país en 2005 y los primeros once meses de 2006, explicando 16% y 18% del crecimiento de las ventas totales, respectivamente. A su vez, el aumento de los embarques del sector representó 35% del incremento de las ventas de Manufacturas de origen industrial (MOI) en 2005 y 40% en los primeros once meses de 2006. Este proceso implicó también una mayor incidencia de las exportaciones en la producción nacional, que en el trienio 1996-1998 absorbían 46% de la producción, y pasaron a representar 56% en 2004-2006 (ver Gráfico N° 2). Entre las principales causas que permitieron la expansión de las exportaciones se destacan las inversiones llevadas a cabo por las terminales en los últimos años, acompañadas de la asignación de nuevos modelos, algunos de los cuales cuentan con exclusividad regional (Peugeot 307, Toyota Hilux, Toyota Hilux SW4, Volkswagen Suran). Al mismo tiempo, las importaciones de vehículos mostraron desde 2003 un fuerte incremento, dando cuenta del elevado nivel de comercio intraindustrial que presenta el sector.

Tradicionalmente, el sector automotriz ha sido uno de los más protegidos y sujetos a regulaciones a nivel mundial. Por este motivo, la concreción de acuerdos comerciales resulta una herramienta de suma importancia para lograr el ingreso a los mercados externos. En el marco del proceso de integración entre Argentina y Brasil, el intercambio de automotores entre ambos países se incrementó significativamente durante la década pasada. De este modo, la participación de Brasil en las exportaciones argentinas aumentó progresivamente hasta llegar a un máximo de 92% en 1997, a la vez que en ese año las compras desde Brasil representaron algo menos de la mitad de las importaciones del sector.

Posteriormente, como parte de una política de diversificación de destinos para las ventas automotrices, y luego de que la devaluación brasileña restara competitividad a los productos argentinos en dicho mercado, en 2001 se firmó un acuerdo

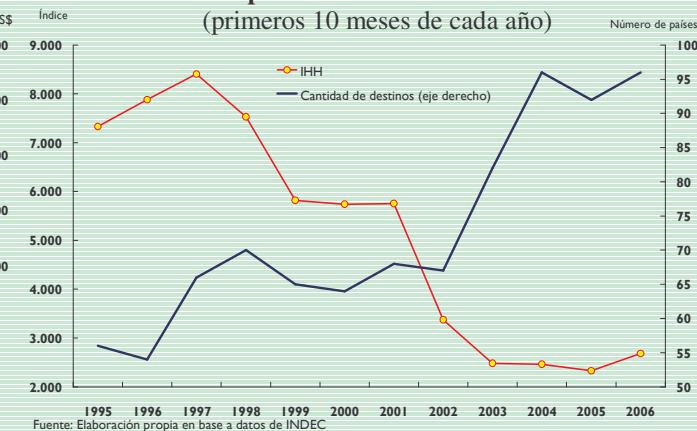
comercial con México³², que estableció un cupo anual de 50.000 vehículos para el intercambio libre de aranceles entre 2002 y 2005, hasta llegar al libre comercio de automotores en mayo de 2006. Poco tiempo después se logró un acuerdo similar con Chile³³, que fijó un cupo anual ascendente para el ingreso de automóviles a su mercado libre de aranceles (desde 27.000 unidades en 2002 hasta 36.000 en 2005), llegándose al libre comercio a partir de 2006. Estos dos convenios dieron lugar a un fuerte incremento de las ventas a esos mercados, permitiendo que durante 2003 y 2004 México absorbiera un tercio de las exportaciones argentinas de automotores, consolidándose como el segundo destino en importancia. De esta manera, se registró una fuerte disminución de la participación de Brasil como comprador, que llegó a un mínimo de 38,7% en 2004, a pesar del aumento de las ventas hacia ese país (ver Gráfico N° 3). Adicionalmente, más allá de los avances con México y Chile, durante los últimos años se observó un aumento de la diversificación de las exportaciones del complejo en términos de destinos. En particular, el número de países a los cuales llegan los productos automotrices argentinos aumentó sostenidamente, pasando de poco más de 70 en 1998 a prácticamente 100 en 2006. En el mismo sentido, medida a través del Índice Herfindahl-Hirschman (IHH)³⁴, la diversificación de destinos registró un importante avance, especialmente a partir del año 2002 (ver Gráfico N° 4).

Gráfico N° 3: Exportaciones automotrices argentinas a Brasil
(primeros 10 meses de cada año)



Fuente: INDEC

Gráfico N° 4: Diversificación de las exportaciones automotrices
(primeros 10 meses de cada año)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

La evolución futura de las exportaciones automotrices se mantiene ligada a los resultados de las diferentes negociaciones comerciales, tanto bilaterales como regionales y multilaterales, llevadas a cabo por el país. En este sentido, a mediados de 2006 se llegó a un acuerdo con Brasil para la reformulación de la Política Automotriz Común (PAC) del Mercosur. De esta manera, se logró la postergación de la liberalización total del comercio automotor, prevista originalmente para 2006, prorrogándose así el régimen de intercambio compensado hasta mediados de 2008. Además, se decidió la reducción del coeficiente "flex", que representa la relación máxima permitida entre el valor de las importaciones y exportaciones de automotores y piezas entre ambos países. Dicho coeficiente de desvío sobre las exportaciones, que era de 2,6 en 2005, fue llevado a 1,95, lo que implica que por cada US\$1 de productos automotrices que exporta la industria de un país, puede importar US\$1,95 libre de aranceles.

Adicionalmente, la incorporación de Venezuela como miembro pleno del Mercosur, a partir de la firma del Protocolo de Adhesión en julio de 2006, habilita nuevas oportunidades de crecimiento para el sector terminal, teniendo en cuenta que el mercado venezolano registró ventas cercanas a 200.000 unidades en los primeros 8 meses de 2006, de las cuales aproximadamente la mitad correspondieron a vehículos importados. No obstante, si bien se han establecido objetivos generales para el proceso de liberalización comercial, todavía está pendiente la negociación de los cronogramas de desgravación arancelaria para cada uno de los flujos bilaterales de comercio, incluido el sector automotriz. Por otro lado, en noviembre de 2006 se firmó con México una nueva ampliación del acuerdo comercial, mediante el cual se eliminaron los aranceles para 110 tipos de autopartes, lo que se estima permitirá incrementar cerca de 20% los envíos de piezas a dicho país, a la vez que beneficiará a las terminales locales que exportan vehículos a México por el abaratamiento de los repuestos en ese mercado.

En definitiva, las exportaciones del complejo automotor registraron en los últimos años un destacado crecimiento, contribuyendo a la recuperación de la actividad. Esta evolución se logró además mejorando el grado de diversificación de las ventas en cuanto a destinos, a partir de la llegada a nuevos mercados y del incremento de los flujos hacia países con los cuales se suscribieron tratados comerciales para el sector. Las perspectivas son favorables, teniendo en cuenta las inversiones que se encuentran en proceso de ejecución y las últimas negociaciones comerciales llevadas a cabo, que permiten ampliar las oportunidades de inserción de los vehículos y autopartes argentinos en el exterior.

³² Convenio protocolizado en la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI) en el marco del Acuerdo de Complementación Económica (ACE) N°55.

³³ Acuerdo protocolizado en 2002 en la ALADI dentro del ACE N°35.

³⁴ El índice de Herfindahl-Hirschman es una medida de diversificación. Aplicado al análisis de la diversificación de las exportaciones, el índice se calcula como $H = \sum_{i=1}^n x_i^2$, donde x_i es la participación del producto i (o país de destino, etc) y n es el número de productos (o países). El índice oscila entre $10.000/n$ y 10.000 .

donde un valor de 10.000 representa la máxima concentración y un valor de $10.000/n$ constituye la máxima diversificación posible.

VI. FINANZAS PÚBLICAS

VI.1 Síntesis

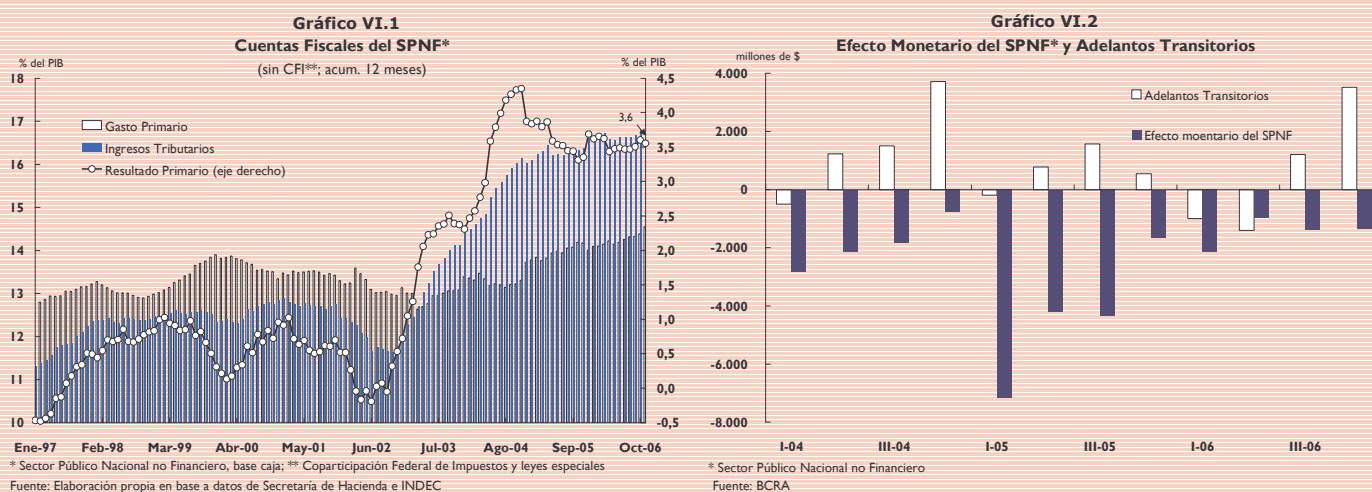
Las finanzas públicas nacionales continuaron exhibiendo un desempeño positivo y arrojaron en 2006 un superávit primario en términos del PIB cercano al de los dos años anteriores. La evolución favorable de las cuentas públicas nacionales respondió fundamentalmente al fuerte incremento de los ingresos tributarios, en un marco donde el gasto primario continuó creciendo. En efecto, la recaudación tributaria nacional se elevó 25,8% en términos nominales y alcanzó aproximadamente 23% del PIB, impulsada básicamente por los ingresos del Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad Social y el Impuesto a las Ganancias, que explicaron 75% del alza de los ingresos tributarios en 2006.

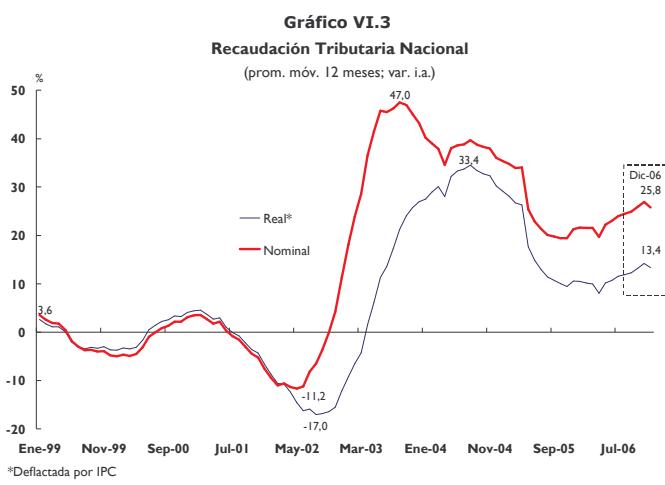
Por su parte, el gasto primario nacional exhibió en 2006 un alza nominal similar a la suba de la recaudación tributaria, hasta situarse en torno a 20,6% del PIB. Entre los principales rubros que explicaron el crecimiento se destacan las prestaciones de la Seguridad Social, el gasto de capital y las transferencias a provincias, principalmente las automáticas, que están ligadas al desempeño de los ingresos tributarios. De esta forma, en 2006 el Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) registró un superávit primario de aproximadamente 3,5% del PIB, similar al registro de 2005 (3,7%) e inferior a 2004 (3,9%), aunque todavía elevado en términos históricos y superior a la pauta del Presupuesto Nacional 2007 (PN-07; 3,3% del PIB) para el año pasado.

En tanto, en 2006 continuó reduciéndose el superávit primario de las provincias, según lo previsto. En el primer semestre el Sector Público Provincial (SPP) registró un resultado primario de \$3.593 millones, mostrando una caída interanual (i.a.) de 1% del PIB en términos anualizados.

De esta forma, se estima que en todo 2006 el Sector Público Consolidado (Nación y Provincias) habría registrado un superávit primario algo inferior a 4% del PIB, menor al 4,4% de 2005. Para este año se prevé que el Sector Público Consolidado exhiba un superávit primario en torno a 3% del PIB, mostrando una reducción en relación con 2006 que estaría explicada tanto por un descenso en el resultado del SPNF (que estaría en línea con la pauta del PN-07, 3,1% del PIB) como de las provincias.

En 2006 el Sector Público continuó siendo factor de contracción de la Base Monetaria (BM), aunque en menor medida que durante 2004 y 2005. El superávit financiero nacional permitió cubrir una porción de las amortizaciones de la deuda pública y el resto se afrontó, en mayor parte, con nuevas emisiones de bonos en dólares, que en 2006 ascendieron a valor efectivo (VE) US\$4.686 millones. Se prevé que en 2007 el financiamiento de las necesidades de la Tesorería General de la Nación (TGN) no presente mayores dificultades, aunque deberá tenerse en cuenta su composición y el efecto monetario.





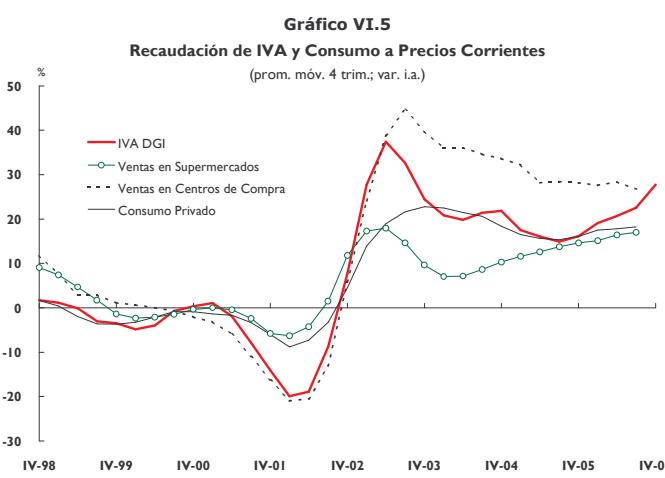
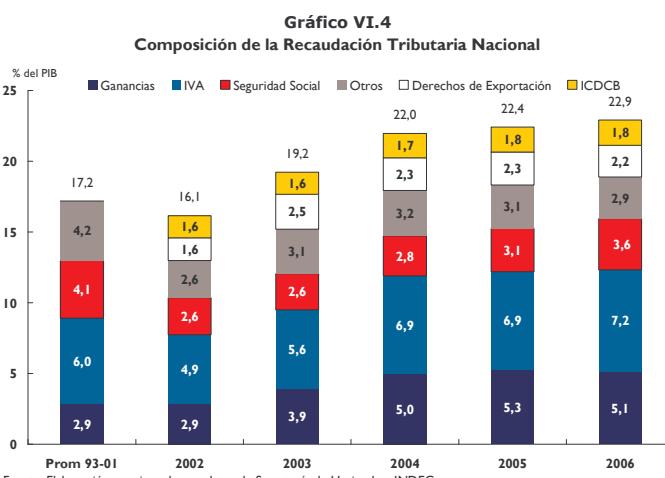
VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

Ingresos

Los ingresos tributarios continuaron creciendo fuertemente en 2006, en un escenario de importante expansión del PIB nominal, mostrando una aceleración en relación con el ritmo de incremento exhibido en 2005. En particular, la recaudación tributaria nacional medida a precios corrientes se elevó 25,8% interanual (i.a.) el año pasado, impulsada principalmente por los tributos tradicionales como el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad Social y el Impuesto a las Ganancias. Entre el resto de los tributos se destacó el alza en los ingresos de los Derechos de Importación, mientras que tanto los Derechos de Exportación como los recursos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) aumentaron a una tasa inferior a la variación de los ingresos tributarios totales. Así, la recaudación tributaria nacional sumó \$150.009 millones en 2006, superando la previsión incluida en el Presupuesto Nacional 2007 para el año pasado (PN-07; \$148.023 millones³⁵). Adicionalmente, desde el segundo trimestre se observó una aceleración en el incremento de los recursos en términos reales³⁶ y la presión tributaria exhibió un nuevo incremento en 2006 hasta ubicarse en torno a 23% del Producto (ver Gráficos VI.3 y VI.4). En términos trimestrales, la recaudación tributaria continuó acelerándose y luego de crecer 27,5% i.a. en el período julio-septiembre, se elevó 31,8% i.a. entre octubre y diciembre, evidenciando el mayor aumento trimestral de 2006.

Los ingresos acumulados del IVA³⁷ en 2006 totalizaron 7,2% del PIB, mostrando un alza de 0,3 puntos porcentuales (p.p.) en relación con 2005, principalmente en los recursos percibidos por la Dirección General Impositiva (DGI), en un escenario de importante expansión del consumo. En efecto, los ingresos del IVA DGI se incrementaron 27,7% en términos nominales, superando el alza de los ingresos por IVA de la Dirección General de Aduanas (DGA) y revirtiendo la tendencia de los últimos dos años, cuando los recursos del IVA DGA se habían elevado a tasas considerablemente mayores. Además, la aceleración del componente DGI del último trimestre de 2006 podría estar evidenciando una continua expansión del Consumo Privado en ese período (ver Gráfico VI.5).

En tanto, los ingresos del Impuesto a las Ganancias exhibieron un incremento de 19,9% en términos nominales durante 2006, en un marco de expansión del nivel de actividad, aumento de las ganancias de las empresas y suba de las remuneraciones imponibles. No obstante, dado que los ingresos del primer semestre de 2005 fueron en parte elevados por la postergación de una porción de los pagos de diciembre de 2004 y considerando la elevación del mínimo no imponible para personas físicas para el período fiscal 2006³⁸, los ingresos del Impuesto a las Ganancias se redujeron de 5,3% del PIB en 2005 a 5,1% del PIB el año pasado.

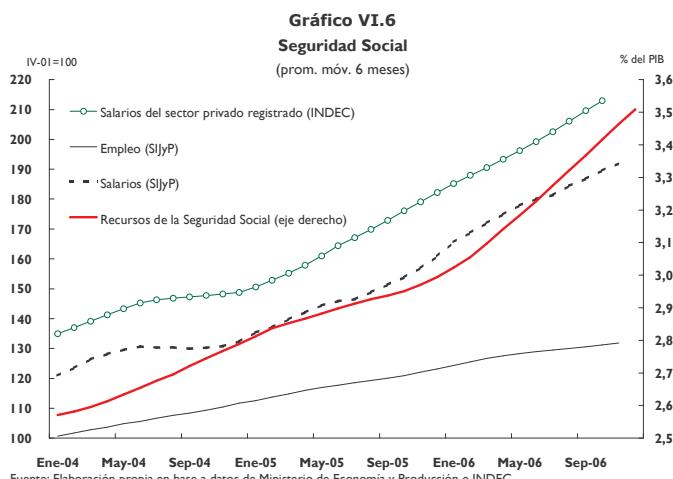


³⁵ Como es habitual, el Presupuesto Nacional contiene previsiones para el año anterior. Los datos no son estrictamente comparables porque el PN-07 indica los ingresos tributarios y de la Seguridad Social del SPNF en tanto que los datos comentados se refieren a la recaudación tributaria y de la Seguridad Social de AFIP. No obstante, en general la diferencia no es significativa y no afecta el sentido de la comparación.

³⁶ Deflactados por el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA).

³⁷ Neto de devoluciones.

³⁸ En abril el Gobierno elevó el mínimo no imponible para personas físicas para el período fiscal 2006 y modificó la primera escala sobre la cual se aplica una reducción a las deducciones. Ver Decreto N° 314/2006.



Los recursos de la Seguridad Social mostraron el mejor desempeño entre todos los tributos en 2006, incrementándose 44,6% i.a. en términos nominales y aumentando 0,5 p.p. hasta alcanzar 3,6% del PIB (ver Gráfico VI.6). A pesar de que los ingresos estuvieron en parte impulsados por la eliminación a partir de octubre de 2005 del tope de remuneraciones sujeto a contribuciones, que influyó en la comparación interanual en la mayor parte de 2006, el fuerte crecimiento de los recursos también respondió al aumento del empleo formal y de las remuneraciones (ver Sección IV). De esta forma, la evolución de los ingresos de la Seguridad Social explicó mayormente el alza de la presión tributaria en 2006 y mantendría la tendencia positiva este año.

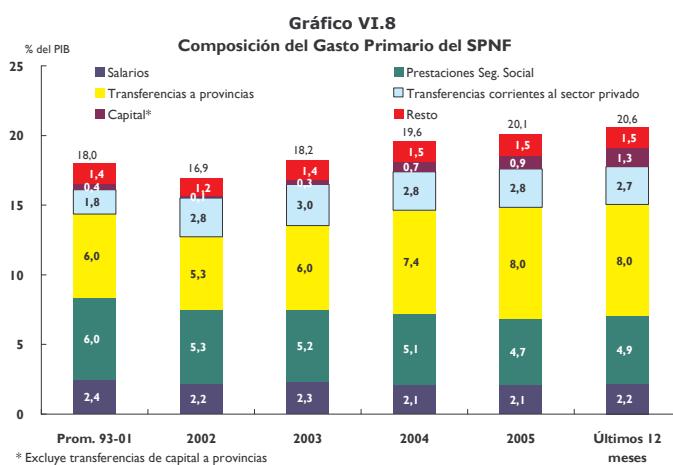
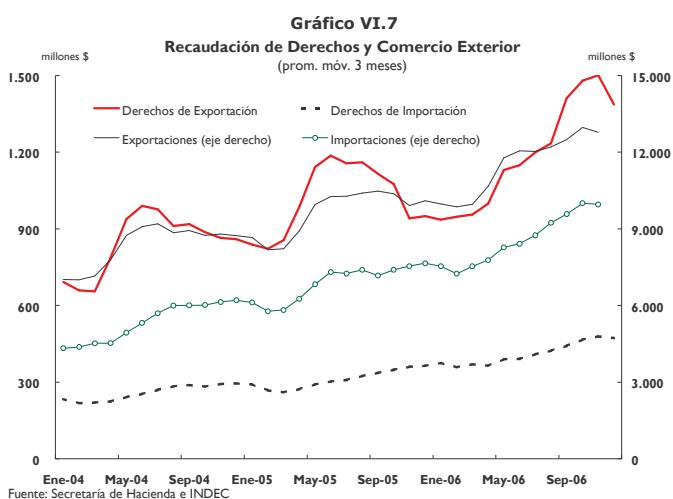
Por su parte, los ingresos de los tributos relacionados al comercio exterior tuvieron una tendencia positiva en 2006, aunque verificándose un mayor incremento de los Derechos de Importación, que se elevaron por encima de la recaudación tributaria total. En particular, los Derechos de Importación aumentaron 32,7% en términos nominales, impulsados por la suba de las compras externas, que en los primeros once meses de 2006 crecieron 27% i.a. (medidas en pesos) en un contexto de fuerte expansión de la economía. Por su parte, los Derechos de Exportación se elevaron 19,4% en términos nominales, mostrando un ascenso algo inferior al de las exportaciones (medidas en pesos) en los primeros once meses de 2006 (22% i.a.). No obstante, a diferencia de lo ocurrido con los Derechos de Importación, que tuvieron un crecimiento relativamente constante a lo largo del año, los Derechos de Exportación aumentaron 5% i.a. en los primeros ocho meses de 2006, para luego elevarse 51% i.a. en el acumulado septiembre-diciembre (ver Gráfico VI.7). Esto respondió, en parte, al desempeño de las exportaciones que más tributan, que tuvieron una evolución dispar en el año, exhibiendo una aceleración en los últimos meses, particularmente el trigo y el petróleo crudo (ver Sección V).

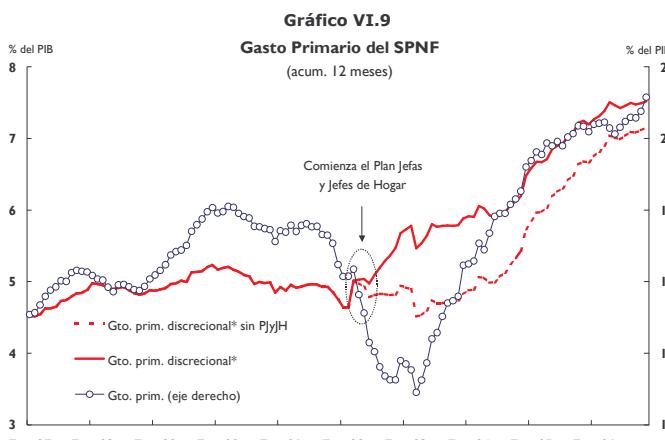
Los recursos del ICDCB se elevaron 23,9% i.a. en términos nominales en 2006, impulsados por el aumento de las transacciones bancarias gravadas, en un escenario en el que el sistema financiero se expande. Así, la recaudación diaria promedio del tributo alcanzó \$47 millones el año pasado, exhibiendo una suba de \$10 millones (26%) en relación con 2005. Sin embargo, como ocurrió con los Derechos de Exportación, el crecimiento de los ingresos del ICDCB fue inferior al de la recaudación tributaria total, señalando que el buen desempeño de los ingresos tributarios en 2006 respondió fundamentalmente a la evolución de los tributos tradicionales, incluyendo a los de la Seguridad Social.

Para 2007 se prevé que los recursos impositivos mantengan la tendencia ascendente, impulsados principalmente por los ingresos del IVA y la Seguridad Social. De esta forma, la presión tributaria nacional podría exhibir una suba similar a la de 2006 y podría superar 23,5% del PIB a fin de 2007.

Gasto y Resultado

El gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) continuó mostrando una tendencia alcista en 2006 y en el último trimestre se habría verificado una nueva aceleración, aunque en mayor parte por las transferencias automáticas a provincias, ligadas al desempeño de la recaudación. Así, las erogaciones





* Excluye las transferencias automáticas a provincias, prestaciones previsionales y salarios

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

primarias habrían exhibido el año pasado un incremento de aproximadamente 27% en términos nominales, hasta ubicarse en torno a 20,6% del PIB (ver Gráfico VI.8).

Las prestaciones de la Seguridad Social mostraron un importante aumento en 2006, impulsando el incremento total del gasto primario, en un marco en que el Gobierno Nacional mantuvo su política de recomposición de haberes para la clase pasiva. En efecto, el año pasado el gasto en Seguridad Social creció aproximadamente 29% i.a., influido por el impacto pleno del aumento de la jubilación mínima de septiembre de 2005 (de \$350 a \$390 mensuales) y por los nuevos incrementos otorgados en junio de 2006 que llevaron la mínima hasta \$470 y subieron 11% el resto de las escalas. Adicionalmente, durante los últimos meses del año pasado las prestaciones de la Seguridad Social se aceleraron principalmente a partir de la incorporación de beneficiarios de la prestación previsional anticipada por desempleo y por las mayores erogaciones asociadas a beneficios concedidos en el marco de la moratoria previsional³⁹.

En tanto, el gasto en salarios creció el año pasado cerca de 26% i.a., impulsado por el aumento escalonado de 19% otorgado por el Gobierno Nacional a empleados de la Administración Pública Nacional y de las Fuerzas Armadas y de Seguridad⁴⁰. En el PN-07 se estableció un aumento de 13% a partir de enero para las pasividades del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP) y a fines de 2006 el Gobierno Nacional anunció que también a partir del primer mes de este año se incrementarían 11% los haberes pasivos de las Fuerzas Armadas y de Seguridad⁴¹.

Por su parte, ligado al importante incremento de la recaudación tributaria nacional comentado anteriormente, la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI) se elevó en torno a 23% i.a. en 2006, generando la segunda contribución más importante al incremento del gasto primario total. En el último trimestre del año la CFI también se aceleró, dado el mayor incremento de la recaudación tributaria en el período.

Por otro lado, las transferencias al sector privado crecieron aproximadamente 20% i.a. en 2006, influidas por las erogaciones destinadas a solventar la asistencia médica y social de los afiliados al PAMI, la incidencia hasta junio de 2006 del subsidio complementario de \$40 mensuales para los haberes previsionales mínimos, los subsidios al transporte urbano de pasajeros y al sector energético y las asignaciones familiares, entre otros conceptos (ver Gráfico VI.9). En 2007 las transferencias al sector privado mantendrían una tendencia ascendente, entre otros aspectos, por el aumento anunciado para las asignaciones familiares a partir de enero, que tendría un costo fiscal anual aproximado de \$750 millones según estimaciones de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES; ver Cuadro VI.1).

A su vez, a pesar de que su incidencia en términos nominales fue menor que la de las prestaciones de la Seguridad Social y las

Cuadro VI.1
Principales Modificaciones en las Asignaciones Familiares⁺
(\\$)

	Escala de Remuneraciones (I)	Ordinarias		Extraordinarias		
		Prenatal e hijo (III)	Hijo discapacitado (IV)	Nacimiento	Matrimonio	Adopción
De septiembre de 2005 a diciembre de 2006	100 - 1.199,9	60	240			
	1.200 - 1.799,9	45	180	200	300	1.200
	1.800 - 2.600	30	120			
	2.600 - 3.000 (II)	30	120			
Desde enero de 2007	100 - 1.699,9	72	288			
	1.700 - 2.199,9	54	216	400	600	2.400
	2.200 - 2.999,9	36	144			
	3.000 - 3.500 (II)	36	144			
	Cantidad de Casos	3.033.186	94.325	11.694	3.952	46
Impacto fiscal estimado 2007 (millones \$)		509	63	15	29	1

+ Información preliminar en base al comunicado de prensa de ANSES dado que a la fecha de corte estadístico no se encontraba publicado el Decreto correspondiente.

(I) Salario mensual bruto

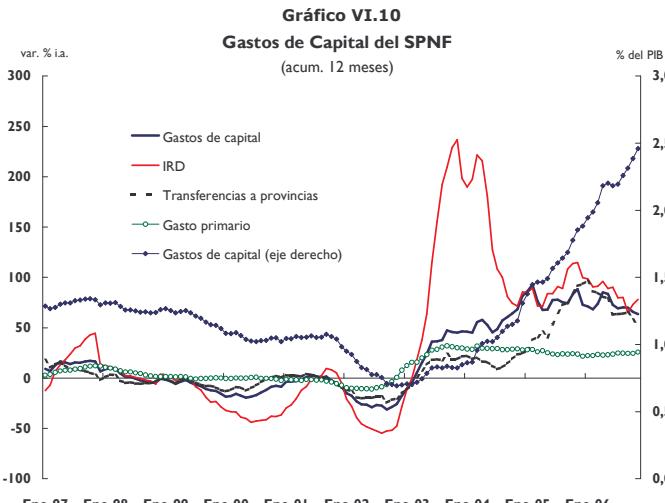
(II) Comprende a aquellos trabajadores que residan en zona austral o en ciertas regiones desfavorables de Catamarca, Jujuy, Mendoza, Salta y Formosa

(III) Beneficio mensual

(IV) No tiene límite de salario bruto

Nota: No se detalla la información sobre modificaciones a las asignaciones por hijo e hijo discapacitado a cargo de jubilados y pensionados, así como la asignación por cónyuge con un costo fiscal estimado para 2007 de aproximadamente \$130 millones y 712.000 beneficiarios involucrados.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de ANSES



Fuente: Secretaría de Hacienda e INDEC

³⁹ A través de la Ley N° 25.994 se creó la prestación anticipada por desempleo y se extendieron los plazos, y se amplió el rango de potenciales beneficiarios del sistema de Seguridad Social a partir de la regularización prevista para la moratoria establecida en la Ley N° 25.865.

⁴⁰ Para empleados de la Administración Pública Nacional el aumento fue de 10% en junio y 9% en agosto, en tanto que para los empleados de las Fuerzas Armadas y de Seguridad fue de 10% en julio y 9% en septiembre.

⁴¹ Adicionalmente, el Artículo 47 de la Ley de Presupuesto Nacional 2007 autoriza al Poder Ejecutivo Nacional a otorgar incrementos en las prestaciones previsionales a cargo del régimen general, adicionales al 13%, cuando la evolución de las finanzas públicas lo permita.

Cuadro VI.2
Emisiones de Bonos en 2005 y 2006

Bono	Fecha de Licitación o Colocación	Monto de Emisión ¹	Precio de Corte ²	Rendimiento ²	Spread vs. Bono del Tesoro de EE.UU. ³
En pesos					
Boden 2014*	04-May-05	1.000	78,7	6,4	-
Boden 2014*	07-Jul-05	1.000	85,5	5,4	-
Boden 2014*	11-Jul-05	1.000	87,3	5,1	-
Total 2005		3.000			
En dólares					
Boden 2012**	06-May-05	117	85,6	9,5	565
Boden 2012**	13-Jun-05	221	90,5	7,8	400
Boden 2012	18-Jul-05	442	91,3	7,8	389
Boden 2012**	26-Jul-05	219	91,2	8,0	399
Boden 2012	03-Ago-05	350	78,2	7,8	389
Boden 2012**	26-Sep-05	189	79,5	7,7	359
Boden 2012**	26-Sep-05	50	79,5	7,7	359
Boden 2015	26-Oct-05	632	89,1	8,8	417
Boden 2012**	13-Dic-05	496	78,7	8,8	440
Boden 2012**	16-Dic-05	270	77,7	9,2	487
Total 2005		2.986			
Boden 2012**	19-Ene-06	312	80,0	8,5	418
Boden 2012**	27-Ene-06	308	81,1	8,3	381
Boden 2012**	14-Feb-06	308	81,1	7,8	311
Boden 2012**	21-Feb-06	307	81,4	7,6	298
Bonar V	22-Mar-06	500	94,5	8,4	367
Bonar V	3-May-06	500	96,4	8,1	338
Boden 2012**	9-May-06	239	83,7	7,5	253
Boden 2012**	7-Jun-06	243	82,5	8,3	334
Boden 2012**	27-Jun-06	245	81,6	9,1	393
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
Boden 2012**	31-Oct-06	420	71,5	7,4	272
Bonar VII	30-Nov-06	500	96,3	8,0	356
Total 2006		5.365			

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

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

Fuente: Secretaría de Finanzas

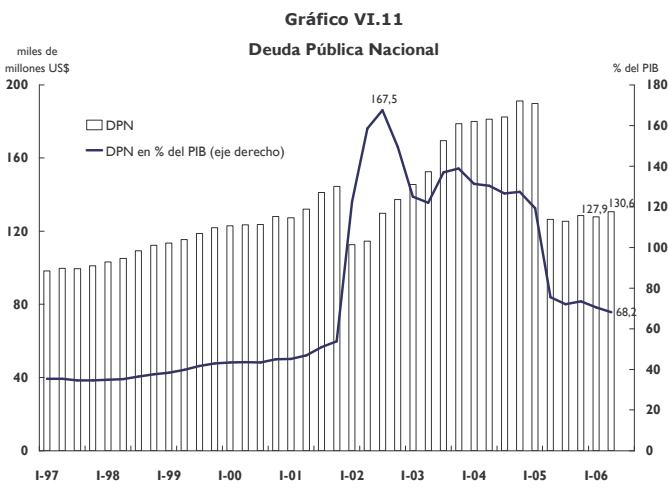
transferencias automáticas a provincias, el gasto de capital exhibió la mayor tasa de crecimiento en 2006, en torno a 65%. En particular, la Inversión Real Directa (IRD) aumentó casi 80%, notándose una importante aceleración en el último trimestre del año, en tanto que las transferencias de capital a provincias subieron cerca de 50%, impulsadas por las transferencias no automáticas. De esta forma, la participación del gasto de capital en términos del Producto continuó en ascenso y habría finalizado el año en torno a 2,5% del PIB (ver Gráfico VI.10).

Considerando la evolución de los ingresos y gastos, el SPNF registró en 2006 un superávit primario de aproximadamente 3,5% del PIB, similar al registro de 2005 (3,7%) e inferior a 2004 (3,9%), pero superior a la pauta del PN-07 para el año pasado (3,3% del PIB⁴²; \$2.496 millones). Se prevé que este año el superávit primario esté en línea con lo establecido en el PN-07 (3,1% del PIB), estimándose un nivel nominal de recursos tributarios superior al pautado en el Presupuesto. Así, el resultado primario en términos del PIB mostraría una reducción en relación con 2006, aunque todavía se mantendría elevado en términos históricos.

Desde el punto de vista del financiamiento, el superávit primario acumulado por la Tesorería General de la Nación (TGN) fue suficiente para cubrir el pago de los intereses y de parte de las amortizaciones de la deuda pública en 2006. El resto de los pagos de capital fue cubierto con emisiones de deuda, la colocación de Letras *intra* Sector Público y el uso de Adelantos Transitorios (AT) por \$2.332 millones en términos netos, dentro de los límites establecidos en la Carta Orgánica (CO) del BCRA. En 2006 el Sector Público fue factor de contracción de la Base Monetaria (BM), aunque en menor magnitud que en los dos años anteriores.

Durante el cuarto trimestre el Gobierno Nacional realizó colocaciones de bonos en dólares por valor efectivo (VE) US\$781 millones, adelantando en parte la cobertura de las necesidades de financiamiento de los primeros meses de 2007 (ver Cuadro VI.2). A fin de octubre se realizó una adjudicación directa a la República Bolivariana de Venezuela⁴³ por VE US\$300 millones de Boden 2012 con un rendimiento de 7,4% (*spread* sobre el bono del Tesoro de EE.UU. de 272 puntos básicos –p.b.–), que implicó una reducción de 118 p.b. respecto de la anterior colocación efectuada en julio. De esta forma, como en 2005, las adjudicaciones directas a la República Bolivariana de Venezuela representaron en 2006 aproximadamente la mitad de las emisiones totales de bonos en moneda extranjera. Asimismo, a fin de noviembre se realizó la licitación pública de Bonar VII por VE US\$481 millones con un rendimiento de 8% (*spread* sobre el bono del Tesoro de EE.UU. de 356 p.b.).

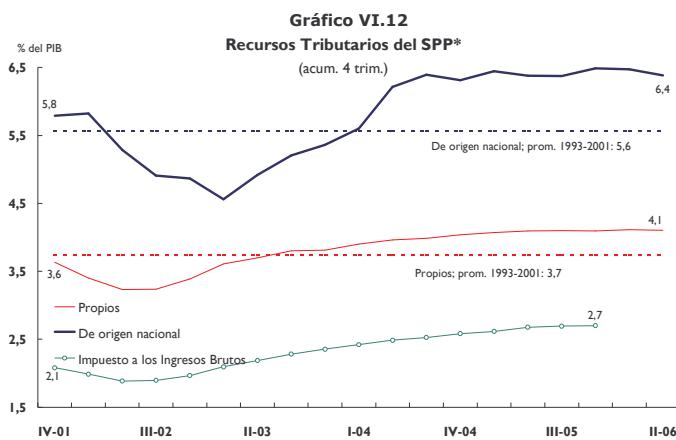
En un contexto de condiciones financieras internacionales favorables y con niveles de *spread* soberanos de economías emergentes, particularmente de América latina, en niveles mínimos históricos, la cobertura de las necesidades de financiamiento de TGN en 2007 no presentaría mayores dificultades. Sin embargo, la composición del financiamiento será uno de los factores a analizar



Fuente: Secretaría de Finanzas e INDEC

⁴² Las cifras no son estrictamente comparables dado que las pautas de los Presupuestos Nacionales son en base devengado, en tanto que las cifras comentadas son en base caja. No obstante, en general la diferencia no es significativa y no afecta el sentido de la comparación.

⁴³ Dicha colocación correspondió a la parte integrante del Bono del Sur, emitido por la República Bolivariana de Venezuela a mediados de noviembre de 2006. Por otro lado, la parte integrante del Bono del Sur de Boden 2015 correspondió a la emisión realizada en octubre de 2005, en parte adjudicada a la República Bolivariana de Venezuela.



este año, dado que incidirá en la determinación del efecto monetario del Sector Público.

Deuda Pública

Luego de mantenerse prácticamente estable desde el fin del proceso de la reestructuración de la mayor porción de los pasivos públicos en 2005, en el segundo trimestre de 2006 la Deuda Pública Nacional (DPN) exhibió un ascenso en términos nominales. En efecto, al 30 de junio de 2006 el *stock* de la DPN alcanzó US\$130.650 millones (68,2% del PIB), aumentando US\$2.711 millones en relación con el saldo al 31 de marzo. No obstante, como consecuencia del fuerte crecimiento del PIB nominal en el período, el *stock* de la DPN en proporción del Producto se redujo 2,2 p.p. en el segundo trimestre del año pasado (ver Gráfico VI.11).

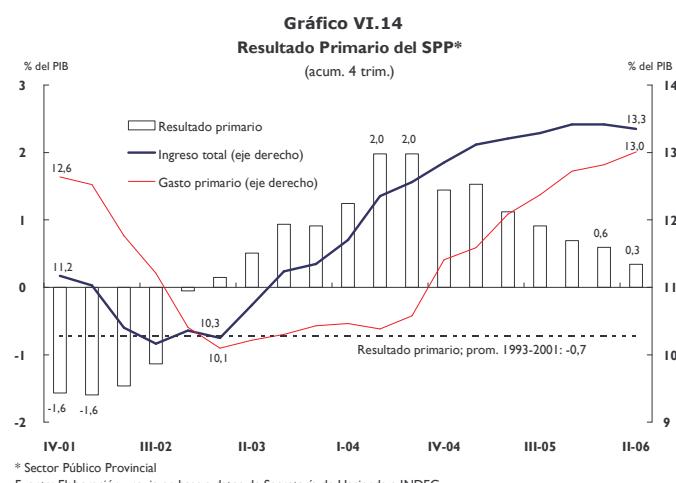
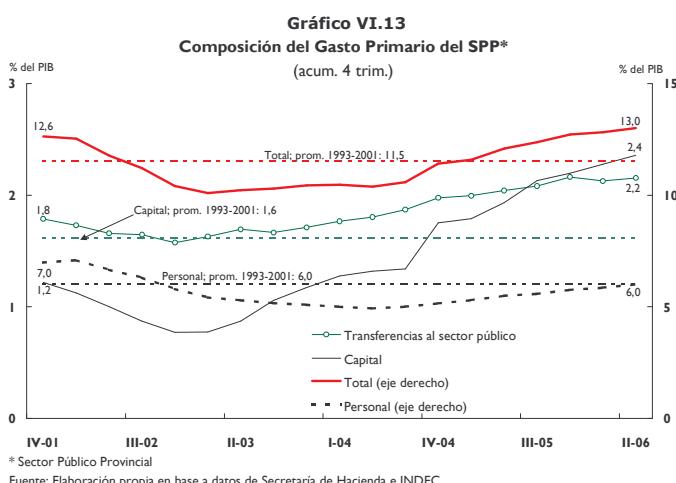
Entre los aspectos destacados de la evolución de la DPN en el segundo trimestre, sobresalieron los incrementos en los saldos de los títulos públicos, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Por su parte, la composición por moneda se mantuvo similar a la de marzo, cuando se había apreciado un ascenso de la deuda denominada en dólares en detrimento de los pasivos denominados en pesos, que después de la reestructuración pasaron a representar casi la mitad del total de la DPN.

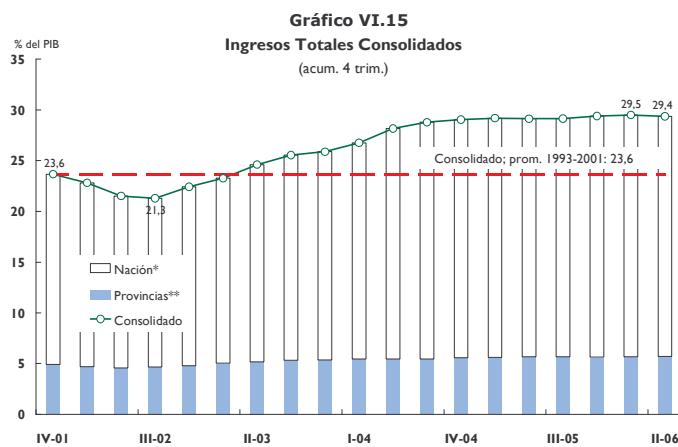
Sector Público Provincial

En línea con lo observado en 2005 y como era esperado, el año pasado continuó reduciéndose el superávit primario de las provincias. En particular, en el primer semestre de 2006 el Sector Público Provincial (SPP) registró un superávit primario de \$3.593 millones, mostrando una reducción interanual de \$1.670 millones (32%), explicada fundamentalmente por el marcado incremento del gasto primario, dado que los ingresos también aumentaron fuertemente. En tanto, por el mayor pago de intereses, el resultado financiero totalizó \$2.443 millones y disminuyó \$2.007 millones i.a. (45%). De esta forma, los resultados fiscales exhibieron en el primer semestre de 2006 una caída interanual de 1% del PIB en términos anualizados.

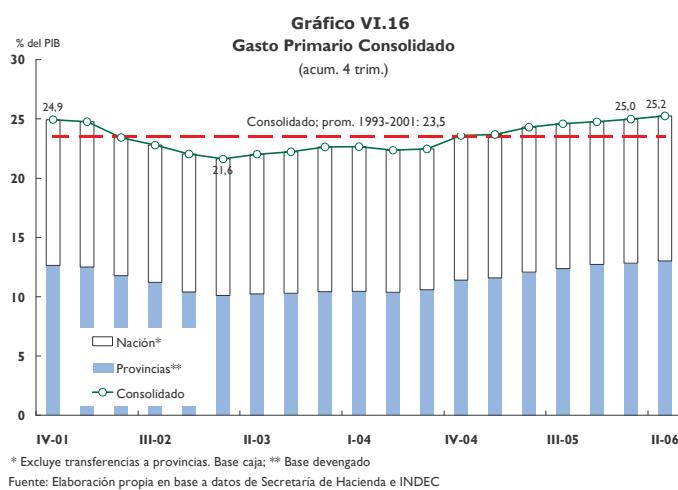
En un marco de fuerte expansión del PIB nominal, los ingresos totales del SPP a precios corrientes se elevaron 22% i.a. (21% i.a. los tributarios), influidos tanto por el desempeño de los recursos de origen provincial como los de origen nacional. Los ingresos tributarios propios se incrementaron 24% i.a., mientras que los de origen nacional subieron 19% i.a., fundamentalmente por el crecimiento de los recursos coparticipados (22% i.a.). En efecto, en el período comentado, la recaudación tributaria nacional se incrementó 22% i.a., impulsada por los tributos tradicionales como los recursos de la Seguridad Social y el IVA, que integra la mayor porción de los recursos coparticipables. No obstante estas mejoras, los recursos tributarios del SPP en términos del Producto se han estabilizado en los últimos trimestres, aunque en niveles superiores al promedio de los años previos a 2001 (ver Gráfico VI.12).

Por su parte, el gasto primario provincial creció 32% i.a., continuando con la trayectoria ascendente verificada en los trimestres anteriores, incrementándose a tasas superiores a las de las erogaciones nacionales en el mismo período (25% i.a.). El principal impulso estuvo dado por el gasto en salarios (representa





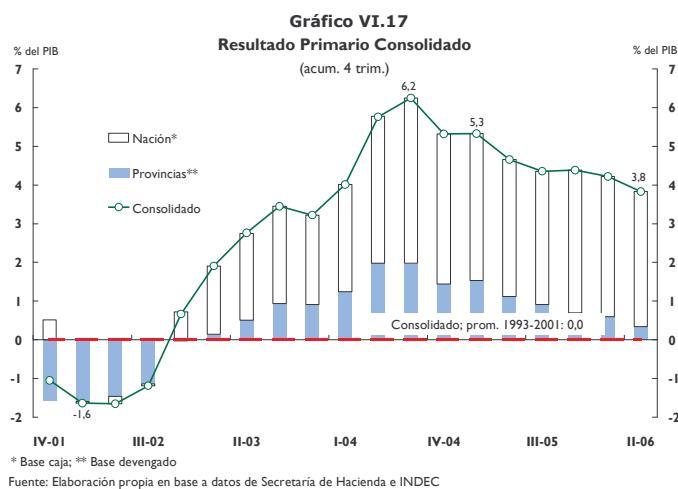
cerca de la mitad del gasto primario provincial), que resultó 35% mayor al registrado en el primer semestre de 2005 (en el nivel nacional la suba fue de 25% en el mismo período). Así, dado que en las provincias los salarios representan aproximadamente la mitad de las erogaciones primarias totales, cobran especial relevancia la recomposición salarial y la incidencia de la Ley N° 26.075 de Financiamiento Educativo. Sin embargo, al igual que en el ámbito nacional, las erogaciones en salarios en términos del PIB se ubican por debajo del nivel registrado en los años previos a la caída del nivel de actividad en 2002 (ver Gráfico VI.13). En tanto, en línea con la evolución observada a nivel nacional, aunque a un ritmo algo inferior, la Inversión Real Directa provincial continuó incrementándose marcadamente (59% i.a.) y explicó 18% del aumento interanual del gasto primario total en el primer semestre de 2006. En este escenario, el gasto de capital continuó aumentando su participación en el gasto primario total provincial, pasando de representar menos de 10% en 2001 (1,2% del PIB) a más de 16% (2% del PIB) en el primer semestre de 2006.



En el primer semestre cuatro provincias⁴⁴ y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires aportaron más de la mitad del superávit consolidado provincial, aunque, con la excepción de Mendoza, también explicaron la mayor parte del deterioro del resultado primario. En particular, con respecto a igual período del año anterior se destacaron los menores superávits de la Provincia de Buenos Aires (-47%) y Santa Fe (-46%). En tanto Mendoza, entre otros distritos, exhibió un mejor desempeño fiscal interanual.

Se estima que en la segunda mitad de 2006 las cuentas públicas provinciales habrían exhibido un déficit primario mayor al de igual período de 2005, dado que el crecimiento del gasto habría más que compensado el incremento de los ingresos totales (ver Gráfico VI.14). Así, en todo 2006 las provincias habrían registrado un superávit primario consolidado algo inferior al indicado en el PN-07 para ese año⁴⁵. Para 2007, en línea con la evolución de las finanzas públicas nacionales, se espera que continúe reduciéndose el resultado primario del SPP.

En este marco, debería evaluarse la evolución de las cuentas públicas provinciales en 2007 y la magnitud de sus necesidades de financiamiento, teniendo en cuenta que en parte podrían ser cubiertas por el Gobierno Nacional.



Resultados Fiscales Consolidados

Se estima que en 2006 el Sector Público Consolidado (SPC) habría exhibido un superávit primario algo inferior a 4% del PIB, menor al registrado en 2005 (4,4%). Así, el descenso sería mayormente explicado por la reducción en el resultado primario de las provincias, dado que el superávit primario del SPNF no mostró una disminución significativa con respecto a 2005. Para 2007 se prevé que tanto el gasto primario como los recursos mantengan la tendencia ascendente y que el SPC alcance un superávit primario en torno a 3% del PIB. De todos modos, el superávit primario consolidado todavía sería elevado en términos históricos, aunque continuaría reduciéndose, tras alcanzar un récord de 5,3% del PIB en 2004 (ver Gráficos VI.15 a VI.17).

⁴⁴ Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe y Mendoza.

⁴⁵ El Presupuesto Nacional 2007 prevé un superávit primario provincial de 0,4% del PIB en 2006 y levemente positivo para este año.

VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

VII.1 Síntesis

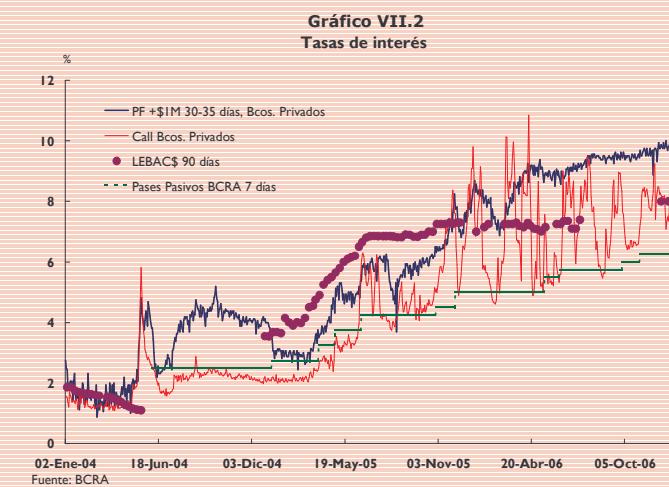
En el cuarto trimestre de 2006 el BCRA cumplió nuevamente con las metas establecidas en su Programa Monetario (PM) y acumula catorce trimestres consecutivos de cumplimiento de las pautas monetarias, al haberse ubicado los medios de pago (M2) en un nivel de aproximadamente \$123.500 millones en diciembre.

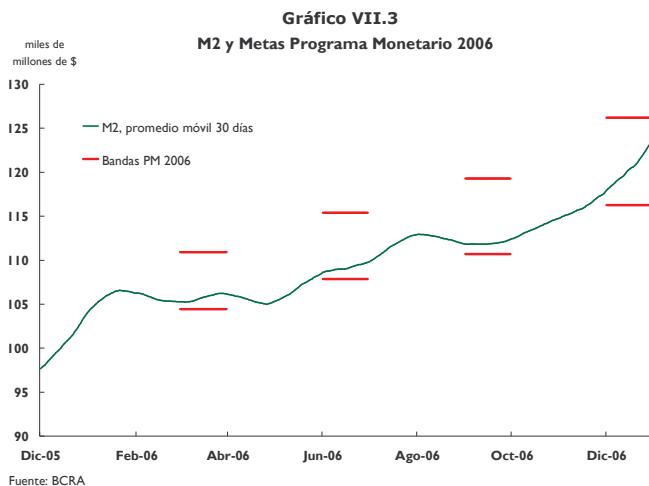
El estricto control de los agregados monetarios se reflejó en una sostenida desaceleración de la tasa de crecimiento interanual del M2, que en el año cayó alrededor de 6 puntos porcentuales (p.p.), para alcanzar en diciembre un valor en torno a 18,9%, que resultó 3 p.p. menor al crecimiento estimado del PIB nominal, lo cual refleja el compromiso del Banco Central de mantener bajo control la cantidad de dinero en la economía.

El Banco Central continuará en 2007 manteniendo un riguroso control de la evolución de los agregados monetarios, mediante la esterilización de los excedentes en la oferta monetaria que pudieran surgir producto de la política de acumulación de reservas. El PM 2007 se basa nuevamente en metas intermedias de agregados monetarios, y la variable escogida para monitorear su cumplimiento seguirá siendo M2. Asimismo, el PM 2007 prevé una desaceleración gradual en su ritmo de crecimiento, donde tanto el límite inferior como el superior del rango pautado en el Programa implican una caída en su crecimiento interanual.

El Banco Central prosiguió con su política prudencial de acumulación de Reservas Internacionales, lo que le permitió recomponer y superar ampliamente los niveles de reservas que se observaban a comienzos de enero, antes del pago al Fondo Monetario Internacional (FMI). Esta política se llevó a cabo sin descuidar el equilibrio del mercado monetario, procurando que la expansión monetaria generada por las compras de divisas fuera esterilizada mediante diversos instrumentos, que incluyeron la cancelación normal y anticipada de redescuentos que habían sido otorgados durante la crisis de 2001-2002, la emisión de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC), operaciones en el mercado de pases y cambios en la estructura de encajes. Cabe destacar que el uso de los distintos mecanismos de absorción se llevó a cabo sin comprometer el superávit cuasifiscal.

Por otra parte, en 2006 el Banco Central continuó aumentando gradualmente las tasas de interés de referencia de corto plazo. Las tasas de sus operaciones de pase pasivas, para 1 y 7 días, fueron incrementadas 1,25 p.p., en tanto que las activas acumularon un aumento de 2,25 p.p.. Adicionalmente, las tasas de interés de las colocaciones primarias de LEBAC también presentaron alzas respecto a fines de 2005. Así, en los plazos más cortos (3 y 6 meses) los incrementos fueron cercanos a 1 p.p. y de alrededor de 2 p.p. en el caso de las de 9 y 12 meses.





Cuadro VII.1
Programa Monetario 2007 – Metas de M2
en millones de \$

M2	IV-06	I-07	II-07	III-07	IV-07
Saldo	Banda Inferior	123.095	128.472	130.849	137.986
	Banda Superior	129.731	135.442	138.548	146.633
Var i.a. nominal	Banda Inferior	16.931	18.707	18.459	14.464
		15,9%	17,0%	16,4%	11,7%
	Banda Superior	23.566	25.677	26.158	23.111
		22,2%	23,4%	23,3%	18,7%
M2/PBI s.o.	Banda Inferior	17,9%	16,0%	16,7%	17,3%
	Banda Superior	18,7%	16,8%	17,7%	18,4%

Fuente: BCRA

VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

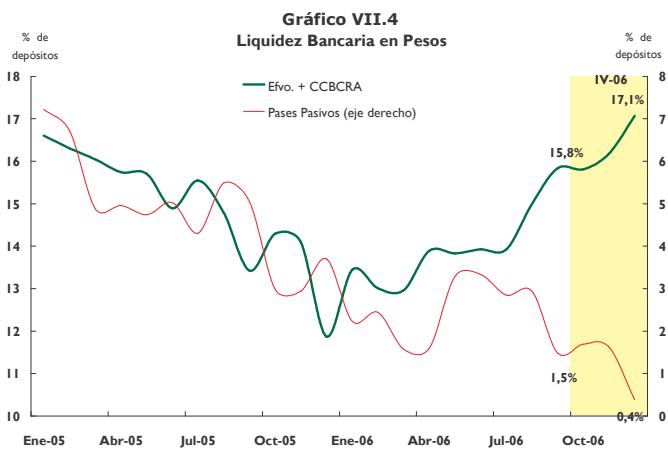
A fines de 2006 el Banco Central totalizó 14 trimestres consecutivos de cumplimiento de las pautas establecidas en su Programa Monetario. El saldo promedio de los medios de pago (M2⁴⁶) se ubicó en \$123.500 millones (ver Gráfico VII.3), que implicó un aumento interanual de 18,9%, cuando había sido 24,8% en 2005 y 33,5% en 2004. Este comportamiento refleja el compromiso del Banco Central para controlar el crecimiento de los agregados monetarios, que habría resultado sensiblemente menor al aumento del producto nominal. Entre los componentes del M2 se destacó la evolución del circulante en poder del público, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó 7 puntos porcentuales (p.p.) en 2006.

En particular, en el cuarto trimestre de 2006 el M2 creció en términos nominales a una tasa de un dígito, como resultado de alzas similares en los depósitos a la vista y en el circulante en poder del público. Los aumentos estuvieron alentados por la mayor demanda estacional de dinero para transacciones, asociada al cobro de aguinaldos y los mayores gastos de fin de año. Al considerar el M2 en términos reales y desestacionalizados, el crecimiento trimestral se reduce a cerca de la mitad.

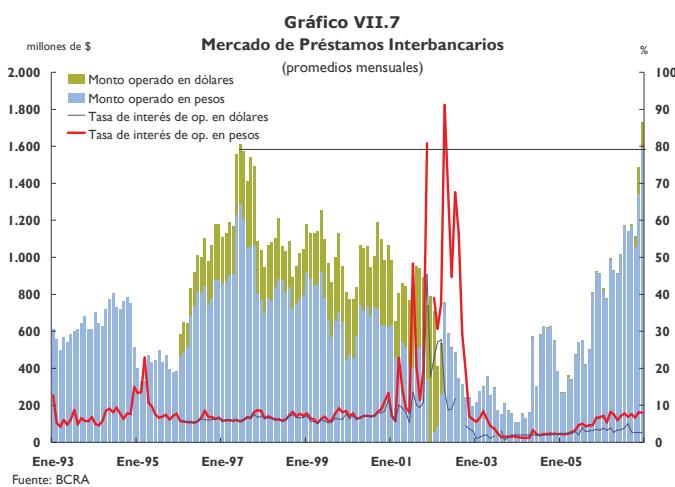
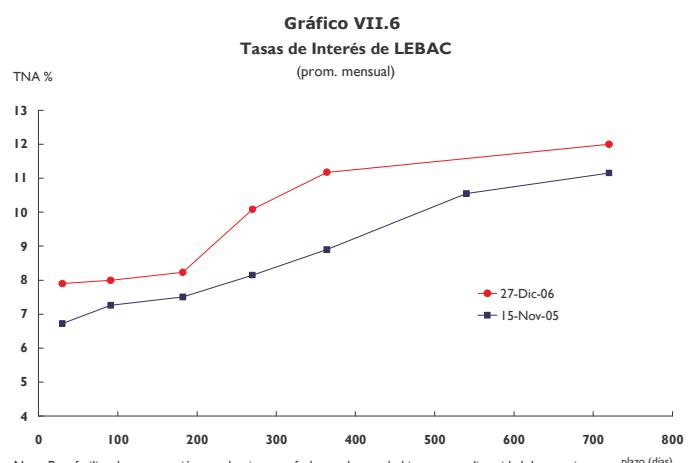
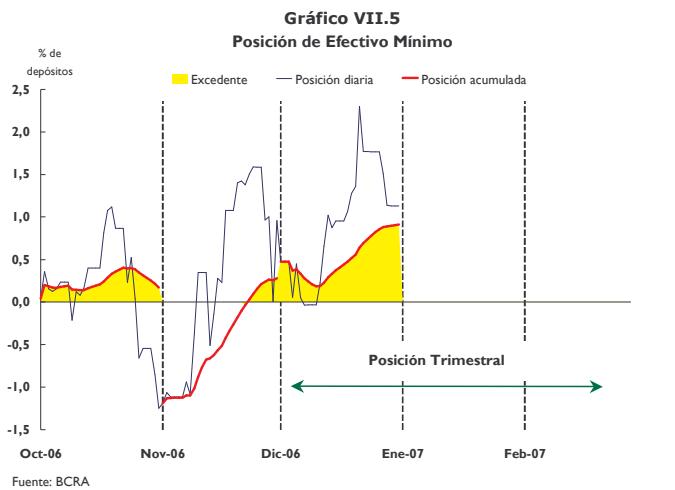
En 2007 el BCRA continuará controlando el crecimiento de los agregados monetarios. Específicamente, en el Programa Monetario 2007 (PM 2007) se volvió a escoger al M2 como meta intermedia para monitorear su cumplimiento, dado que es el que posee una mayor relación con la evolución de los precios en el largo plazo. Asimismo, en el PM 2007 se prevé que el M2 continúe el proceso de desaceleración que mostró durante 2006 y se proyecta que tanto el límite inferior como el superior observen una caída en el crecimiento interanual. En el Cuadro VII.1 se indican las metas del PM 2007, consistentes con un rango de inflación del 7%-11%.

El Banco Central continuó durante el cuarto trimestre de 2006 asegurando el equilibrio en el mercado monetario al esterilizar los posibles excesos de oferta de dinero generados por la compra de divisas destinadas a incrementar el saldo de Reservas Internacionales con fines prudenciales. Así, los instrumentos de regulación monetaria más utilizados fueron la colocación de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) y el cobro de redescuentos. En el último caso, además de las cuotas mensuales previstas en el cronograma de *matching*, se cobró en diciembre de manera anticipada parte de la deuda de una de las entidades. En conjunto, las cancelaciones de redescuentos motivaron una contracción monetaria de \$742 millones, en tanto que la adjudicación de títulos ocasionó una reducción de la base monetaria, por \$1.791 millones en el trimestre. Además, el sector público también contribuyó a esterilizar \$2.020 millones.

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 al finalizar el año a 17,4% del total de los depósitos en pesos, un nivel semejante al vigente a fines del tercer trimestre. Por su parte, la liquidez más amplia, incluyendo las LEBAC y NOBAC, también se mantuvo en niveles semejantes a



⁴⁶ 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.



septiembre totalizando al cierre del año 38,4% de los depósitos en pesos.

Si bien el ratio de liquidez total se mantuvo prácticamente constante, se observó en el cuarto trimestre cambios en su composición en favor de las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA y en detrimento de los pasos pasivos concertados con el BCRA (ver Gráfico VII.4). Adicionalmente, durante diciembre se observó un incremento del efectivo en bancos, relacionado principalmente con las mayores demandas de liquidez que deben enfrentar los bancos por parte de familias y empresas, por motivos estacionales.

La posición de efectivo mínimo se mostró excedentaria prácticamente en todo el período (ver Gráfico VII.5), a excepción de los primeros días de noviembre, cuando se registró un déficit que estuvo relacionado a operaciones puntuales realizadas por dos entidades financieras. Cabe mencionar que durante diciembre y hasta febrero, las entidades deben cumplimentar una posición trimestral que se computa como promedio de 90 días y que cerrará recién al finalizar febrero. Durante los primeros 31 días del período, el excedente de efectivo mínimo aumentó a aproximadamente 0,9% de los depósitos, muy superior al 0,3% de los meses anteriores. La mayor liquidez provino del ingreso de depósitos vinculados al cobro de los cupones ligados al PIB, a la suscripción de títulos del Fideicomiso Gas I y a fondos provenientes de colocaciones de deuda provincial.

En el segmento en moneda extranjera, la posición de efectivo mínimo se mantuvo prácticamente sin cambios durante todo el trimestre con un excedente de aproximadamente 20% del total de los depósitos en dólares. Cabe mencionar que en diciembre, el BCRA introdujo una modificación en el régimen de efectivo mínimo correspondiente al segmento en dólares. Mediante la Comunicación "A" 4602, dejó sin efecto la exigencia sobre las cuentas especiales en dólares estadounidenses destinadas al depósito de las garantías requeridas en las operaciones de futuros y opciones, y la exigencia sobre las cuentas a la vista especiales en moneda extranjera.

Tasas de Interés

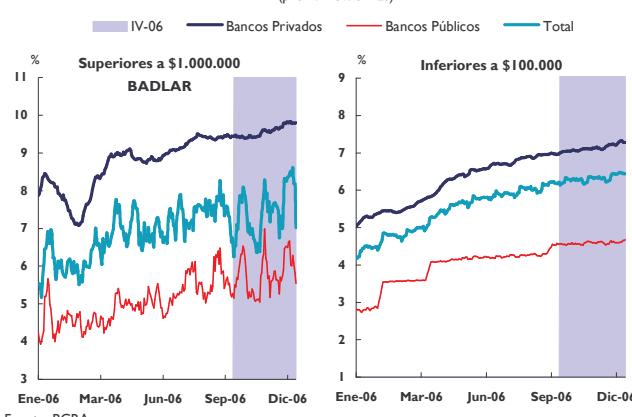
Durante el cuarto trimestre, el BCRA aumentó 0,5 p.p. las tasas de interés para las operaciones de pasos pasivos (tanto a 1 día como a 7 días de plazo), en tanto que para las activas (a 7 días) dispuso una suba de 0,25 p.p.. De esta forma, al término de 2006 las tasas de referencia de corto plazo continuaron con su trayectoria de suba gradual y acumularon un aumento de 1,25 p.p. en el caso de los pasos pasivos, tanto a 1 como a 7 días de plazo, y 2,25 p.p. en el caso de los activos.

Además, a comienzos de 2007 el BCRA estableció nuevos incrementos, esta vez de 0,5 p.p. para los pasos pasivos concertados por 1 día y de 0,25 p.p. para las operaciones de 7 días, tanto activas como pasivas. Así, las tasas de interés vigentes a partir del 3 de enero son 6,25% para los pasos pasivos de 1 día y 6,5% y 8,5% para las transacciones de 7 días, pasivas y activas, respectivamente.

Las tasas de interés de las LEBAC también continuaron en 2006 con la tendencia de suba gradual que comenzó ya en 2005 (ver

Gráfico VII.8

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



Fuente: BCRA

Gráfico VII.6). Las mayores alzas se registraron en las LEBAC de mayor duración, con subas cercanas a 2 p.p., mientras que en el segmento de más corto plazo los aumentos fueron de alrededor de 1 p.p.. Además, es importante destacar que se produjo un importante alargamiento en el plazo residual del monto total de LEBAC y NOBAC en circulación, que al término de 2006 alcanzó \$40.860 millones en valor nominal. Así, mientras que en diciembre de 2005 más de la mitad del total estaba integrado por títulos de hasta 3 meses, a fin de 2006 la mayor parte estaba compuesto por instrumentos de más de 9 meses.

Las tasas de interés del mercado interbancario (*call*) continuaron evolucionando en línea con las tasas de referencia de corto plazo establecidas por el BCRA mediante sus operaciones de pase. En diciembre las tasas de interés de las operaciones a 1 día hábil, que concentran alrededor de 80% del total de financiaciones, registraron una tasa promedio de 8% (+0,4 p.p. respecto a septiembre, +1,3 p.p. en relación a un año atrás). En el caso de las operaciones a 7 días de plazo, se ubicaron en 8,9% (+0,5 p.p. frente a septiembre, +2 p.p. en relación a un año atrás). A su vez, las tasas de interés continuaron mostrando cierta volatilidad durante el cuarto trimestre, en función de las condiciones de liquidez imperantes en cada momento, oscilando entre valores levemente superiores a 6% y picos superiores a 9%, en ambos casos.

El mercado interbancario continuó incrementando su actividad a lo largo del cuarto trimestre. El monto diario operado en promedio ascendió a \$1.700 millones en diciembre, superando al anterior máximo registrado a mediados de 1997 (ver Gráfico VII.7). Sin embargo, en términos reales los valores actuales resultarían alrededor de 40% menores que en aquel momento. Si bien la gran mayoría de las operaciones continuaron siendo realizadas en moneda nacional, volvieron a concertarse algunas operaciones en moneda extranjera, práctica infrecuente desde el fin de la Convertibilidad. No obstante, los montos de estas operaciones no superaron los US\$50 millones diarios, en promedio, y tuvieron lugar entre entidades vinculadas entre sí. La banca pública continuó incrementando su participación como principal otorgante neto de fondos, a la vez que los bancos privados de capital nacional pasaron de presentar una posición neta colocadora de fondos en septiembre a una posición neta tomadora a fin de 2006, mientras que la banca extranjera siguió siendo el principal demandante neto de fondos.

Las tasas de interés pagadas por los depósitos presentaron un leve ascenso durante el trimestre, que se verificó principalmente en las colocaciones del sector privado durante los últimos dos meses del año.

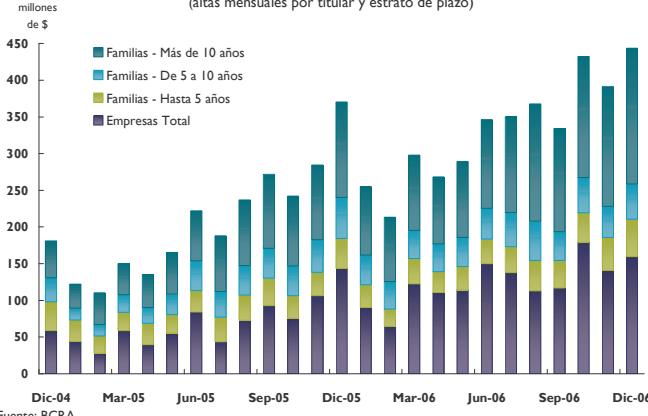
En el segmento mayorista, la tasa de interés BADLAR⁴⁷ de bancos privados finalizó en 9,8% en 2006, lo cual representa un incremento de 1,9 p.p. en el año. En tanto, para las colocaciones minoristas en estos bancos, que venían algo rezagadas, el incremento anual de la tasa de interés fue algo mayor, de 2,1 p.p., finalizando diciembre en 7,3% (ver Gráfico VII.8).

La tasa de interés BADLAR de bancos públicos continuó presentando una mayor volatilidad que la de bancos privados, ante la participación esporádica de depósitos del sector público que son

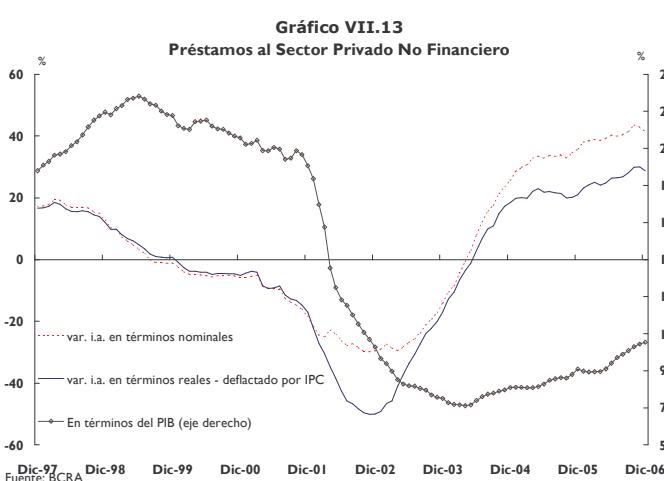
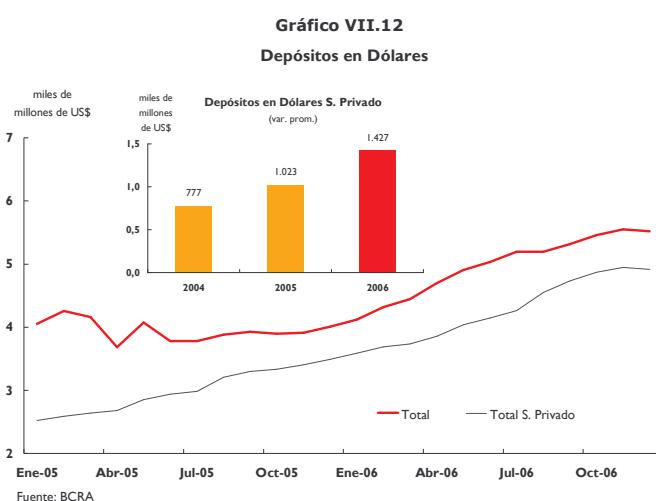
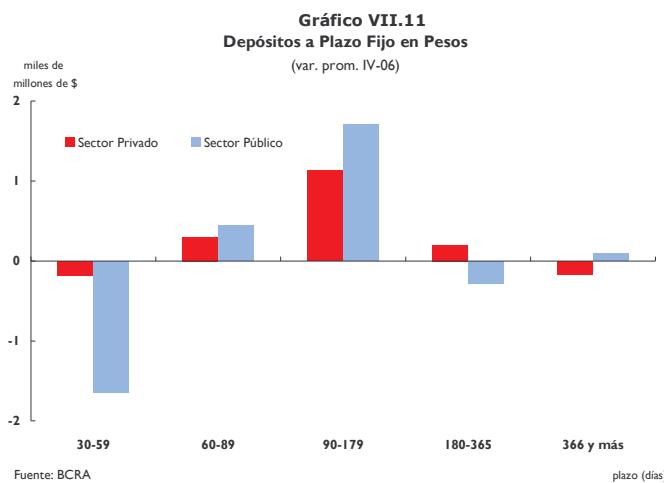
⁴⁷ La BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) es una tasa de interés de depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos, de 30 a 35 días de plazo.

Gráfico VII.10

Prestamos Hipotecarios
(altas mensuales por titular y estrato de plazo)



Fuente: BCRA



colocados a tasas de interés inferiores a las del mercado. Sin embargo, al finalizar diciembre la tasa de interés fue 5,6%, similar al trimestre anterior (ver Gráfico VII.8, cuadrante izquierdo).

Al analizar el total de las colocaciones según la estructura de plazos, la tasa de interés de los depósitos a más de 90 días fue la que mostró el mayor incremento en el año, de 2,7 p.p., observándose paralelamente un aumento en el *stock* en las colocaciones para este tramo comparado con el año anterior.

Entre las tasas de interés activas, la de los adelantos en cuenta corriente aumentó 0,8 p.p. en el trimestre. El incremento estuvo principalmente concentrado en diciembre ante la mayor demanda de adelantos a empresas, para afrontar los pagos de aguinaldos. La tasa de interés finalizó en 17% en diciembre, que resultó, no obstante, 0,2 p.p. inferior a la de un año atrás.

En tanto, la tasa de interés de los documentos a sola firma aumentó 1,7 p.p. en el año y alcanzó 13,2% en diciembre (ver Gráfico VII.9). Si bien esta tasa fue la que presentó el mayor incremento, es de destacar que se amplió durante el año el plazo al que son otorgados, ya que actualmente más de 47% de los documentos son a plazos superiores a los 6 meses mientras que sólo 15% se otorga por menos de 1 mes.

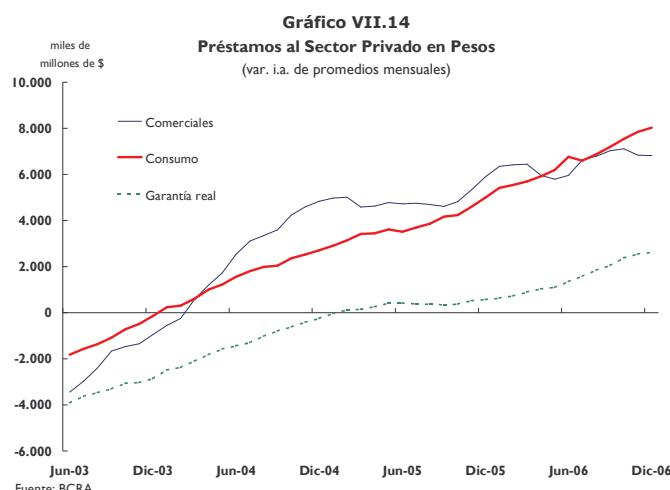
Las tasas de interés de las financiaciones con garantía real se mantuvieron estables, en torno al 11,5% en el caso de las hipotecarias y de 10,5% para préstamos prendarios. Cabe mencionar que el crecimiento de los montos operados de préstamos hipotecarios durante el año se observó principalmente en los préstamos otorgados a familias por un plazo mayor a los 10 años, que actualmente supera 40% del total de créditos hipotecarios otorgados por mes (ver Gráfico VII.10).

Por último, las tasas de interés de los préstamos personales registró una disminución de 0,6 p.p. en el año, resultando la tasa de diciembre de 24,7%. En tanto la tasa de interés de las financiaciones con tarjeta de crédito de noviembre, último dato disponible, fue 26,3% y acumula una baja de 1,7 p.p. respecto a diciembre del año anterior.

VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

Durante 2006 el Banco Central dispuso diferentes medidas tendientes a aumentar el plazo de los depósitos e incentivar el crecimiento del crédito a mediano y largo plazo. Entre estas medidas se incluyeron aumentos de los coeficientes de efectivo mínimo de los depósitos a la vista, la eliminación del encaje de los depósitos a plazo en pesos mayores a los 180 días y la reducción de la proporción de efectivo en poder de los bancos que puede utilizarse para la integración de los encajes.

En este contexto, los depósitos a plazo en pesos mostraron un importante dinamismo y acumularon un crecimiento durante 2006 de 34%. Como es habitual, en el último trimestre, el crecimiento, de 2,7%, fue menor que en los anteriores, debido a la mayor demanda de liquidez de los agentes económicos para atender los gastos de fin de año. Entre los depósitos a plazo realizados, los saldos aumentaron mayormente en el segmento de 90 a 179 días,



tanto en el caso del sector privado como en el de las colocaciones del sector público (ver Gráfico VII.11).

El incremento de los depósitos a plazo, junto con el de los medios de pago mencionado, implicó que el agregado en pesos más amplio (M3) registrara un aumento trimestral de \$13.710 millones (7,4%).

Los depósitos en moneda extranjera registraron un incremento de US\$200 millones en el trimestre, que se explicó en su totalidad por el aumento de las colocaciones del sector privado, principalmente en depósitos a plazo. Es de destacar el sostenido crecimiento que mantuvieron los depósitos en moneda extranjera del sector privado durante todo 2006, que superó los US\$1.400 millones, casi duplicando el incremento registrado en los dos años anteriores (ver Gráfico VII.12). Por su parte, los depósitos en moneda extranjera del sector público se mantuvieron prácticamente sin cambios en el trimestre y, en el acumulado del año, registraron un incremento de US\$80 millones. De este modo, el *stock* total de depósitos en dólares supera los US\$5.500 millones.

El agregado monetario M3* que incluye al circulante en poder del público y los depósitos en pesos y en dólares representa 30,9% del PIB, nivel algo menor a los máximos observados previo a la crisis de 2001 (34%).

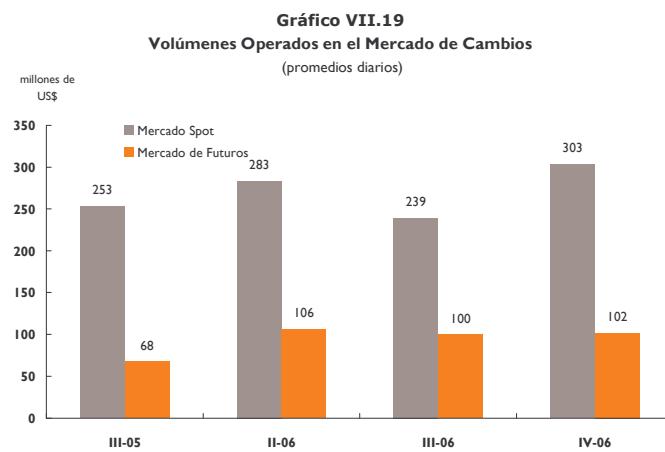
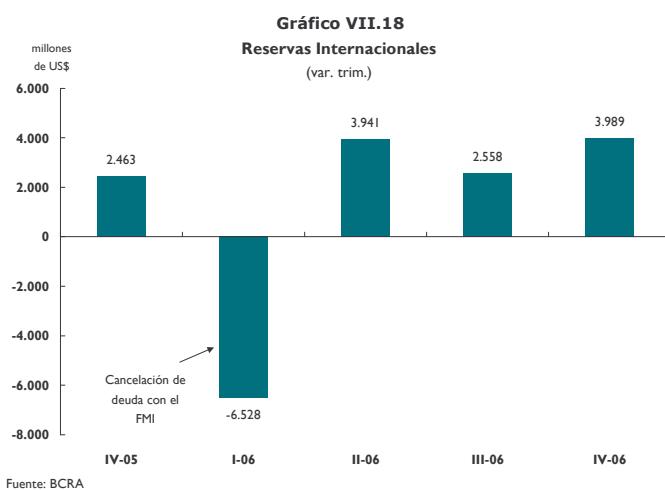
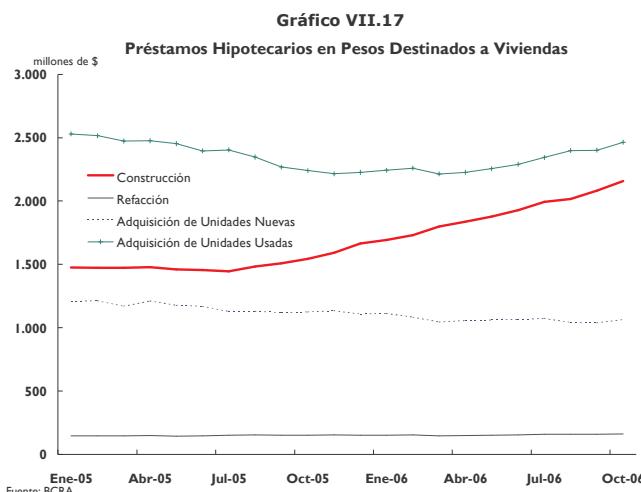
Crédito al Sector Privado⁴⁸

El crédito al sector privado continúa mostrando un firme ritmo de crecimiento, 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 (ver Apartado 4). En términos interanuales, los préstamos al sector privado acumulan un incremento nominal de 41,4% y de 28,8% en términos reales (ver Gráfico VII.13).

Si bien el crecimiento continúa siendo extendido en todas las líneas, en los últimos meses comenzó a observarse un creciente dinamismo en los préstamos con garantía real, de más largo plazo (ver Gráfico VII.14). En términos del PIB, los préstamos al sector privado habrían alcanzado un nivel de 10,5% a fin de 2006, acumulando aproximadamente 3,4 p.p. de crecimiento frente al mínimo valor registrado en abril de 2004.

Los préstamos comerciales en pesos se incrementaron \$2.500 millones (9,3%) en el trimestre, de los cuales \$1.400 millones correspondieron a las financiaciones instrumentadas mediante documentos, que en los últimos meses venían adquiriendo renovado dinamismo. Esto estuvo favorecido por los cambios normativos dispuestos por el BCRA en abril, tendientes a facilitar el acceso de las empresas, particularmente Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs), al crédito bancario. Desde entonces no se requieren aforos para el descuento de cheques emitidos por libradores clasificados en situación normal, y las entidades financieras pueden prever estas financiaciones al 1% sin

⁴⁸ 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 operativa que, si bien altera los saldos contables, no afectan al *stock* de financiaciones otorgadas.



necesidad de evaluar la capacidad de pago de los cedentes. Los adelantos contribuyeron con otros \$1.200 millones de aumento, mientras que los “otros préstamos” se redujeron \$100 millones. Todo ello sumado al incremento en las financiaciones comerciales en moneda extranjera, de algo más de US\$200 millones, condujo al total de financiaciones comerciales a un nivel cercano a los \$40.000 millones, superando al anterior máximo alcanzado en septiembre de 1998. No obstante, en términos reales, el nivel actual resulta alrededor de 41% menor que el de aquel entonces (ver Gráfico VII.15).

Las financiaciones al consumo crecieron \$3.100 millones, en el cuarto trimestre, alrededor de \$800 millones más que en igual período del año anterior, lo cual se explica por el comportamiento de los préstamos personales, ya que las financiaciones con tarjeta de crédito crecieron alrededor de \$900 millones en ambos períodos.

En un contexto donde las ventas de automotores habrían alcanzado los mayores niveles en más de 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 y acumulan un incremento interanual de \$1.400 millones.

Por su parte, los préstamos hipotecarios registraron un incremento de más de \$700 millones en el trimestre, el mayor desde que a principios de 2005 lograran revertir su fase descendente. Como en los meses previos, las financiaciones con garantía hipotecaria se destinaron principalmente a la financiación de la construcción, aunque recientemente han adquirido creciente importancia las financiaciones destinadas a la adquisición de inmuebles (ver Gráfico VII.17).

Apartado 4. El fortalecimiento del marco de estabilidad financiera

En línea con la política financiera llevada a cabo por el BCRA y en un contexto macroeconómico favorable, el sistema financiero aceleró su proceso de recuperación en los últimos dos años. La sostenida reconstrucción de los mecanismos tradicionales de intermediación de fondos del sector privado, la mejora en la calidad de la cartera crediticia, la creciente independencia de las necesidades de liquidez del sector público, el pago acelerado de redescuentos al BCRA y el fortalecimiento frente al riesgo de moneda, conforman los puntos más destacados de la normalización y el fortalecimiento de los balances y de la operatoria bancaria. Asimismo, la consolidación de los resultados y los aportes de los accionistas están llevando a una recuperación de los niveles de solvencia del sistema financiero.

Esta evolución positiva de la banca, sumada al favorable desempeño de los restantes participantes del mercado financiero, favorece la configuración de un escenario de estabilidad financiera para el corto y mediano plazo. Las buenas perspectivas en términos de estabilidad financiera constituyen el marco ineludible para la eficacia y la implementación de la política monetaria. En este sentido, el desarrollo del sistema financiero (ver Gráfico N° 1) contribuirá a una mejora en los principales canales de transmisión de la política monetaria.

Gráfico N° 1:
Crédito al sector privado

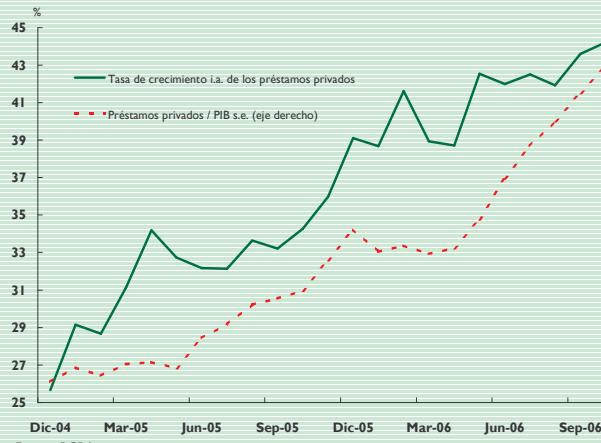
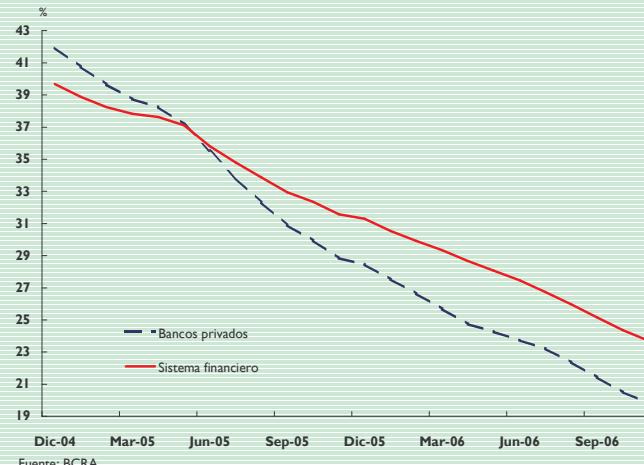


Gráfico N° 2:
Exposición al sector público
(como % del activo total; prom. móv. 3 meses)



En base a lo anteriormente expuesto, el BCRA desarrolla su política financiera apuntando a mejorar el financiamiento a empresas y familias, con el objetivo de impulsar la contribución del sistema financiero al crecimiento económico sostenido, sin descuidar la evolución del balance de riesgos del sector. Esto se vio reflejado en la sólida expansión del crédito privado en 2006 (superando 40%) y en los niveles de irregularidad crediticia en mínimos históricos y por debajo del promedio registrado en América latina (cerca de 4,7% de las financiaciones privadas). De esta forma, en un marco macroeconómico propicio para el desarrollo financiero, los incentivos establecidos por la política financiera del BCRA están actuando en las tres características básicas del crédito privado: cantidad, calidad y acceso. La filosofía que subyace se basa en crear un marco para que las entidades financieras evalúen los proyectos con una mirada “hacia adelante”; otorgando más importancia a las perspectivas que al pasado.

Por el lado del activo, en 2006 la normativa del BCRA buscó estimular el otorgamiento de préstamos hipotecarios, por lo general la última línea de crédito en despegar luego de una crisis: se flexibilizó la exigencia de capital para estos préstamos de hasta \$200 mil, incentivando la financiación de 100% de su valor (de 90% en montos entre \$200 mil y \$300 mil), se incluyeron otros instrumentos y mecanismos para la evaluación de la capacidad de pago de los deudores, promoviendo la implementación de sistemas de *screening* y modelos de *credit scoring*. Por el lado del pasivo se amplió la gama de instrumentos incluidos dentro del patrimonio neto de las entidades, permitiendo abaratar el fondeo de largo plazo, admitiendo como capital a las llamadas “perpetuidades” (mínimo a 30 años) e impulsando, así, la extensión en el plazo de los créditos.

Asimismo, el BCRA se propuso generar los incentivos adecuados para empezar a mitigar una de las principales limitaciones históricas del sistema financiero local: los bajos niveles de bancarización tanto en términos geográficos como socio-económicos. Para ello autorizó la apertura de nuevas bocas de atención al público, incentivando la instalación de sucursales en aquellas zonas geográficas con menor cobertura bancaria. Además, se permitió la creación de un nuevo tipo de casa operativa en localidades que no cuenten con sucursales ya instaladas y desde el BCRA se acompañó la nueva legislación tendiente a favorecer un marco propicio para la instalación de nuevas Cajas de Crédito. En términos de mejorar el acceso de

los niveles socio-económicos más bajos de la población, se amplió la periodicidad de la cuota de las financiaciones para microemprendimientos, se posibilitó otorgar un período de gracia inicial en el pago de los servicios de capital, se elevó el límite máximo del importe de la cuota a pagar de \$200 a \$300, se extendió el plazo máximo de financiación de 24 a 36 meses y se amplió el monto de financiamiento para obras de infraestructura domiciliaria de \$3.000 a \$6.000.

Con el objetivo simultáneo de expandir la disponibilidad de fondos para el financiamiento al sector privado y de incrementar la independencia del sistema financiero a las necesidades financieras del sector público, se ajustó el límite máximo de ponderación del sector público en el activo de las entidades financieras: pasando de 40% a 35% a partir de julio de 2007. Los límites a la exposición al sector público, sumado al pasaje gradual a valuación a precios de mercado de los títulos públicos y a las favorables condiciones del mercado de capitales nacional, están motorizando una continua reducción en la exposición del sistema financiero al sector público. En los últimos dos años esta contracción superó 16 puntos porcentuales (p.p.) del activo total de la banca, alcanzando un valor cercano a 23% del activo total a fines de 2006 (ver Gráfico N° 2).

Gráfico N° 3:
Rentabilidad del sistema financiero
(ROA)

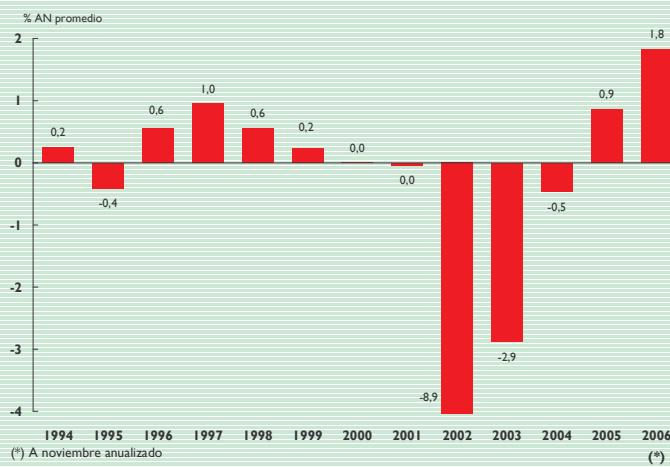
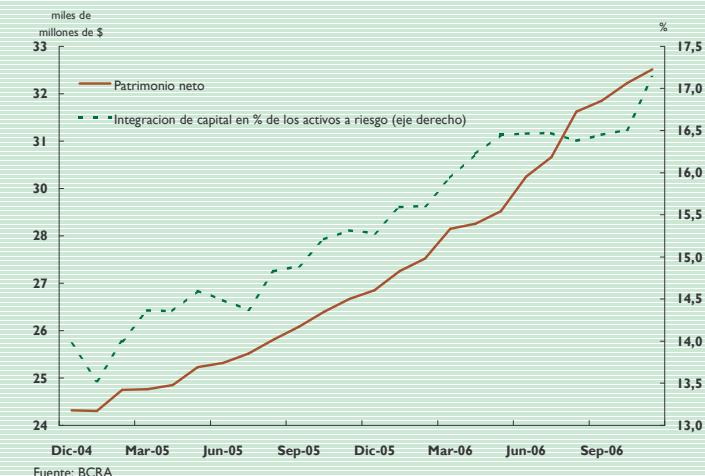


Gráfico N° 4:
Solvencia del sistema financiero

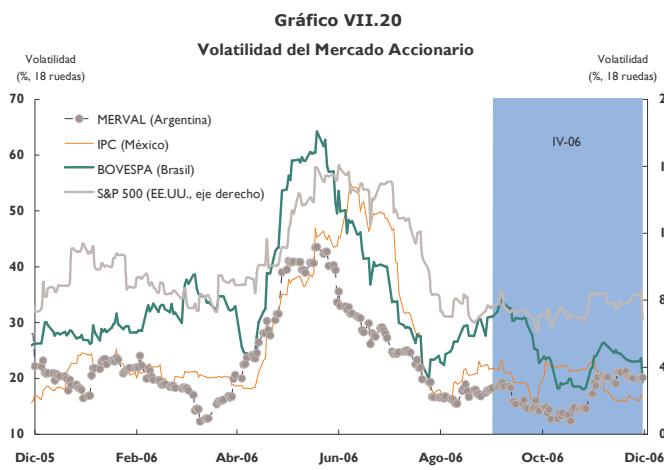


Este proceso de fortalecimiento del activo de las entidades financieras, viene acompañado por una normalización sustancial del pasivo de la banca. Al tiempo que los depósitos a plazo fijo del sector privado crecieron (cerca de 28%) a una tasa mayor que los depósitos a la vista (cerca de 15%) en 2006, la banca profundiza los pagos anticipados de redescuentos por iliquidez otorgados por el BCRA en la crisis de 2001-2002 manteniendo su liquidez en niveles adecuados. A enero de 2007, las entidades financieras llevan cancelada más de 80% de la deuda original, quedando sólo 2 entidades financieras con deudas de las 24 originales. Estos comportamientos estuvieron concentrados casi en su totalidad en los últimos dos años.

En suma, 2006 cierra como el mejor año desde la crisis para el sector. El sistema financiero logra una rentabilidad (ver Gráfico N° 3) que motoriza el proceso de capitalización, acumulando un crecimiento del patrimonio neto superior a 20%. De esta forma, el agregado de las entidades financieras cumple holgadamente con los requisitos mínimos de capital establecidos por el BCRA, a la vez de contar con capital suficiente para continuar con la expansión del crédito privado (ver Gráfico N° 4). A través de medidas como la modificación y difusión los criterios aplicables para que las entidades financieras puedan distribuir sus utilidades sin afectar su liquidez y solvencia y la aprobación y publicación del cronograma de acercamiento a los lineamientos de Basilea II⁴⁹, el BCRA promueve el fortalecimiento de la capitalización del sistema financiero.

Si bien aún quedan temas pendientes, se espera que el sistema financiero profundice su proceso de fortalecimiento en 2007. En un marco de crecimiento de la actividad financiera, el BCRA continuará con su labor de monitoreo, ayudando a solidificar las bases que resulten consistentes con un escenario de estabilidad financiera para el mediano plazo.

⁴⁹ En junio de 2004 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea estableció nuevos criterios para la determinación del capital mínimo regulatorio de las entidades financieras, adoptando una visión integral del tratamiento de los riesgos inherentes a la actividad de intermediación financiera. Para un detalle del cronograma establecido por el BCRA ver www.bcra.gov.ar y para un desarrollo completo de las recomendaciones de Basilea II ver www.bis.org.



VII.4 Mercado de Cambios

Hacia fines del cuarto trimestre de 2006 el *stock* de Reservas Internacionales ascendió a US\$32.037 millones, elevándose en US\$3.989 millones durante el año pasado (ver Gráfico VII.18) y registrando un máximo histórico, en el marco de la política prudencial de acumulación de reservas puesta en práctica por el BCRA.

En el mercado de cambios, la cotización mayorista promedio del peso se apreció 1,3% frente al dólar, y 0,5% en relación con el real, al comparar contra el trimestre anterior. En cambio, frente al euro, el valor del peso cayó 2,5%. A su vez, la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) evidenció una apreciación real del peso de 2% en el trimestre, en tanto que en el año la apreciación acumulada fue de 0,4%.

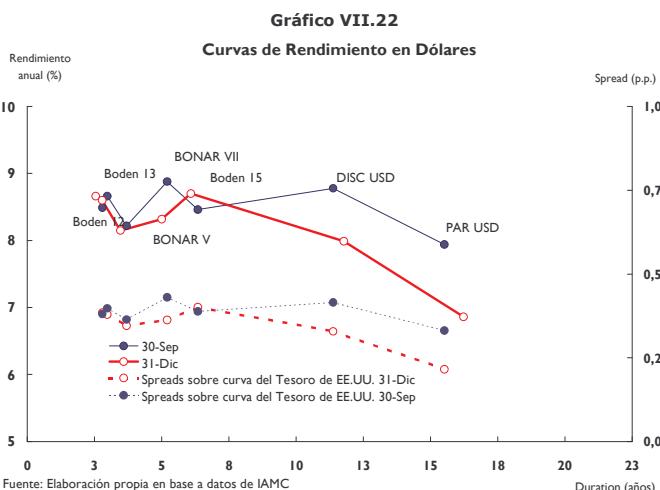
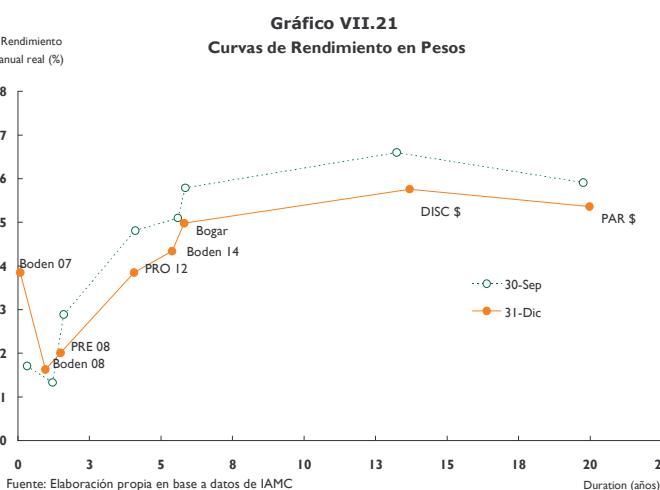
Los volúmenes operados tanto en los mercados *spot* como de futuros mostraron dinamismo. En efecto, en el mercado *spot* se negoció (a través del Sistema de Operaciones Electrónicas - SIOPEL- y del Mercado Electrónico de Corredores -MEC-) un promedio diario de US\$303 millones, 27% superior al trimestre anterior (ver Gráfico VII.19). La participación del BCRA en estas plazas fue de 11%. En el mercado de futuros (Mercado de Futuros del MAE y Mercado a Término de Rosario -ROFEX-), el volumen operado diariamente en promedio alcanzó los US\$102 millones, levemente por encima de las operaciones del trimestre anterior. El BCRA mantuvo estable su participación en este mercado en 3%.

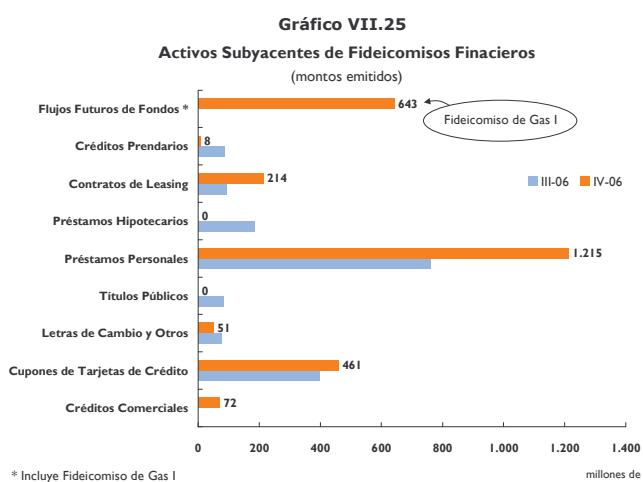
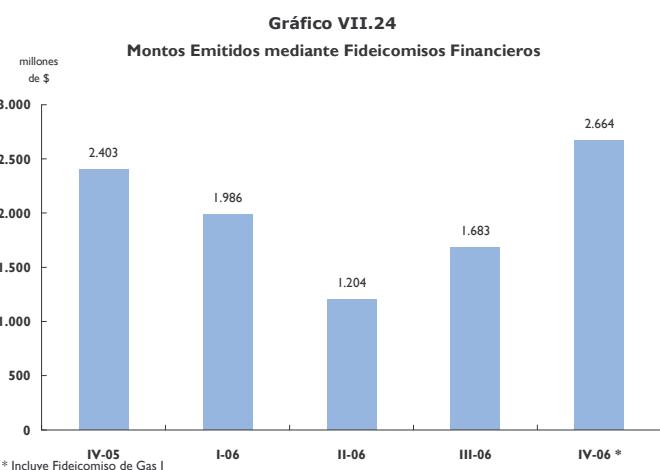
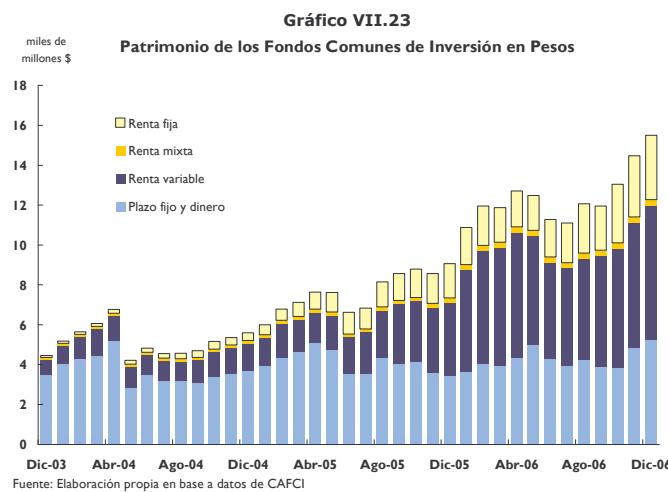
VII.5 Otros Activos

Los mercados de activos financieros mostraron una menor volatilidad que en el trimestre anterior, tanto en las economías de los países desarrollados como en las de los emergentes (ver Gráfico VII.20). El descenso de la volatilidad incrementó las valuaciones de las distintas clases de activos, beneficiándose principalmente los activos de riesgo. En el caso de los mercados accionarios, puede observarse que las bolsas de EE.UU., Europa y Japón mostraron todas retornos positivos. En particular, según los índices bursátiles elaborados por Morgan Stanley (MSCI), el retorno de la bolsa Europea, fue 12%, seguido por el de Estados Unidos, que se situó en 6% y por el de Japón, del orden del 5%.

Por otra parte, el MSCI para América latina alcanzó una rentabilidad de 21%. En este contexto, cabe resaltar que el índice del Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) (medido en dólares) creció 29%, siendo el de mayor crecimiento en la región, seguido por el índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) de Perú que aumentó 26,2%. El índice bursátil líder de Brasil, el de la Bolsa de Valores del Estado de San Pablo (Bovespa) se expandió 23,9% y el índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de México lo hizo en 22,4%. Finalmente, el índice General del Precio de las Acciones (IGPA) de Chile aumentó 16,3%.

En el caso de la deuda soberana, los *spreads* de la deuda externa de América latina, medidos por el *Emerging Markets Bond Index* (EMBI), se redujeron 39 puntos básicos (p.b.) durante el trimestre, mientras que durante el año disminuyeron 98 p.b.. El mismo patrón





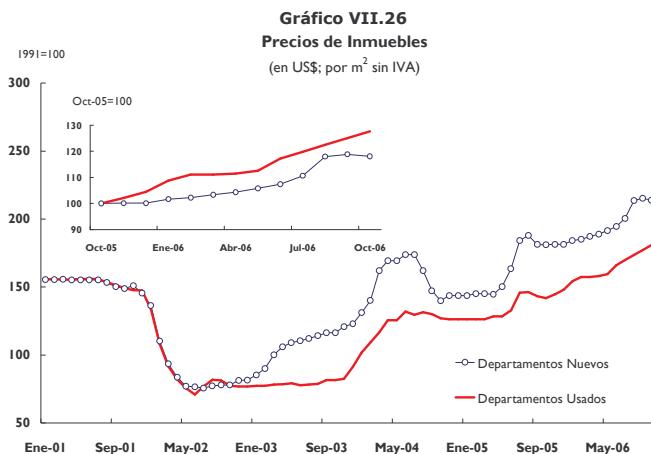
se verificó en los países emergentes en general, como queda de manifiesto en la disminución de 40 p.b. del EMBI+ en el trimestre y de 76 p.b. en el año. En el caso de Argentina, la reducción fue mucho mayor, de 126 p.b. durante el trimestre y de 288 p.b. para el año. En particular, para Argentina la reducción del *spread* estuvo vinculada no sólo a un desplazamiento hacia mayores rendimientos de la curva de los títulos del tesoro de EE.UU. sino también a menores rendimientos en sus títulos de deuda pública.

La curva de rendimiento de los títulos en pesos registró un aplanamiento, dado que se observó una disminución de los rendimientos en el tramo medio y largo, incrementándose en el tramo corto (ver Gráfico VII.21). Por otro lado, la curva de rendimiento de los títulos denominados en dólares se empinó, acentuando su pendiente negativa en el tramo largo, que se desplazó hacia menores rendimientos (ver Gráfico VII.22). En contraposición, en los tramos corto y medio no se observaron cambios importantes. El rendimiento de los *Discount* (DISC) en dólares se situó en 8% a fines de diciembre, mientras que a fines de septiembre era de 8,8%. Las Unidades Vinculadas al PIB (UVP) volvieron a registrar incrementos de dos dígitos en su valoración en el mercado, evidentemente influidas por el vigoroso crecimiento registrado, como por las buenas perspectivas para la economía. En particular, las UVP denominadas en dólares (Ley Nueva York) aumentaron 35,5%, mientras que las denominadas en pesos se incrementaron 32,2% en el trimestre.

Los volúmenes diarios operados se incrementaron, tanto en el mercado de títulos públicos como en el mercado bursátil. En el primer caso, el volumen operado diariamente fue de \$1.225 millones en promedio, superior a los \$1.059 millones operados diariamente en el trimestre anterior. En el mercado bursátil, se operaron diariamente \$61 millones en promedio, mientras que en el trimestre anterior se habían observado operaciones diarias por \$37 millones.

En el cuarto trimestre de 2006, el Gobierno Nacional colocó deuda por un valor nominal de US\$920 millones, lo que implicó un financiamiento de US\$781 millones. La vida promedio de los instrumentos colocados fue de 5,16 años. Respecto del trimestre anterior se colocó deuda a una menor tasa, con menores *spreads* respecto de la curva del Tesoro de EE.UU. y con una vida promedio mayor. Se realizaron dos colocaciones, la primera correspondió al Boden 2012, denominado en dólares, por un valor nominal de US\$420 millones a un rendimiento de 7,39%, lo que significó un *spread* sobre la curva del Tesoro de EE.UU. de 272 p.b.. La segunda colocación correspondió al Bonar VII, también denominado en dólares, por un valor nominal de US\$500 millones a un rendimiento de 8,03%, lo que implicó un *spread* de 356 p.b. sobre la curva de bonos del Tesoro de EE.UU..

Durante el cuarto trimestre, la baja volatilidad del índice Merval y de los mercados emergentes que originó una valorización de los activos de riesgo causó un incremento en el patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) de renta variable en pesos y de renta mixta, que subieron \$1.150 millones y \$28 millones respectivamente. En el caso de los fondos de renta fija, su patrimonio se incrementó en aproximadamente \$1.000 millones (ver Gráfico VII.23). Cabe mencionar que tanto para los fondos de renta fija como para los de renta variable, el aumento patrimonial



Fuente: Elaboración propia en base a datos de UADE

registrado se debió tanto a una mayor cantidad de suscripciones de cuotapartes como a un mayor rendimiento de los activos en cartera de este tipo de fondos. Por su parte, los fondos de *money market*, exhibieron una variación promedio en su patrimonio del orden de \$1.200 millones.

La colocación de Fideicomisos Financieros (FF) durante el cuarto trimestre fue cerca de \$2.670 millones, superando en 58% a la del trimestre anterior y en 11% a la de igual período del año anterior (ver Gráfico VII.24). Los activos subyacentes más destacados en el trimestre continuaron siendo las financiaciones al consumo (préstamos personales y tarjetas de crédito). También los flujos de fondos futuros adquirieron relevancia debido a la colocación del Fideicomiso de Gas I (ver Gráfico VII.25). Otros activos subyacentes que más incrementaron su participación relativa entre períodos fueron los contratos de *leasing* y créditos comerciales. Entre los fiduciarios sobresalieron las entidades financieras no reguladas por el BCRA, securitizando el 57% del total emitido en el trimestre. Los bancos en cambio, transfirieron activos por 37% del total.

Por último, los precios de inmuebles urbanos acumularon alzas en los últimos 12 meses (de acuerdo a la última información disponible –hasta octubre de 2006–), tanto en el caso de los departamentos nuevos como en el de los usados, de 18% y 28%, respectivamente (ver Gráfico VII.26). Sin embargo, en los dos últimos meses se observó un estancamiento de las cotizaciones de los departamentos nuevos, que ya habían acumulado incrementos notoriamente superiores a los de los usados desde mediados de 2002, cuando comenzó la recuperación de los precios en este mercado.

En el caso de las valuaciones de los campos, también acumularon subas en los últimos 12 meses, hasta octubre de 2006, entre las que se destacó la suba de la zona de invernada, con un alza de 35%.



VIII. INFLACIÓN

VIII.1 Síntesis

Los precios minoristas se desaceleraron durante 2006 según el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) registrando un aumento interanual (i.a.) de un dígito por primera vez en 15 meses. En el cuarto trimestre del año pasado este indicador se elevó 2,6%, cifra menor a la proyectada por el mercado y a la registrada en igual período del año previo (3,1%). Con esta evolución, el IPC GBA acumuló un incremento de 9,8% en 2006, marcando un descenso de 2,5 puntos porcentuales (p.p.) frente a 2005 (12,3%), y finalizando dentro de las bandas del Programa Monetario (PM) 2006 (entre 8% y 11%).

La evolución del IPC Resto (aproximación a la inflación subyacente) continuó con su contribución a la reducción en la inflación y en 2006 acumuló una suba de 10,2%. Este comportamiento reflejó el menor ritmo de incrementos mensuales verificado en promedio por el subíndice en el segundo semestre (0,7% frente a 0,9% en la primera mitad del año). Asimismo, esta mejora se explica principalmente por menores alzas en los valores de los bienes y cierta estabilidad en las variaciones de los servicios que componen el IPC Resto. La evolución de los bienes y servicios regulados o con alto componente impositivo (Regulados) también contribuyó a la desaceleración de la inflación minorista, al acumular una suba de 0,4% en el cuarto trimestre, y finalizar 2006 con un incremento de 2,7% (frente al 3,7% alcanzado en 2005).

Por su parte, los precios de los productos estacionales y/o volátiles resultaron el componente de mayor variación a lo largo de 2006. Restricciones de oferta en algunos productos frescos determinaron shocks adicionales a las variaciones que en promedio se mantuvieron elevadas en todos sus componentes. Así, en diciembre, el subíndice alcanzó una suba de 18,3% i.a., que si bien marcó una desaceleración respecto del pico de 19,4% i.a. de abril, superó al alza acumulada en 2005 (14,2%).

En este contexto, las expectativas de aumento del IPC GBA para 2007 comenzaron a seguir una trayectoria descendente desde mayo pasado. De acuerdo al Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), se prevé que la variación del IPC GBA se sitúe en 10% a fin de año (en mayo dicha expectativa se ubicaba en 11,9%). Para el primer trimestre de 2007 se espera una aceleración que estaría vinculada mayormente a incrementos puntuales ya anticipados (medicina prepaga, cigarrillos, combustibles y televisión por cable) y a cuestiones estacionales, sobre todo en Esparcimiento y Alimentos y bebidas. No obstante, en el año la inflación se mantendría dentro de las bandas de 7% a 11%, previstas en el Programa Monetario 2007 (PM 2007).

Con todo, en 2007 la evolución del IPC GBA seguiría un comportamiento similar al de 2006, en un marco de gradual recuperación de precios relativos. Una nueva disminución de la inflación continuará vinculada a la trayectoria de ajustes salariales en 2007 y a que las políticas fiscal y de ingresos, junto con el sesgo actual de la política monetaria, contribuyan a que continúen disminuyendo las expectativas inflacionarias.

Gráfico VIII.1

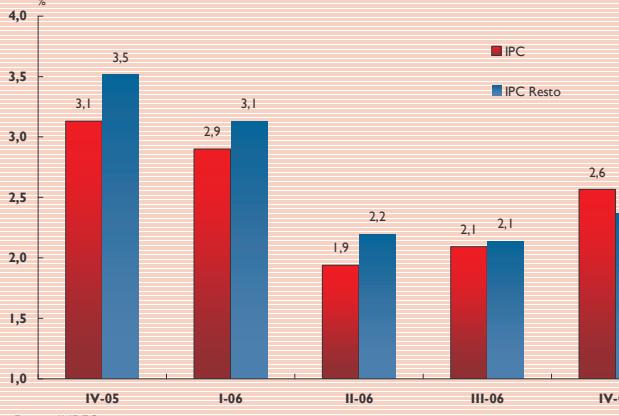
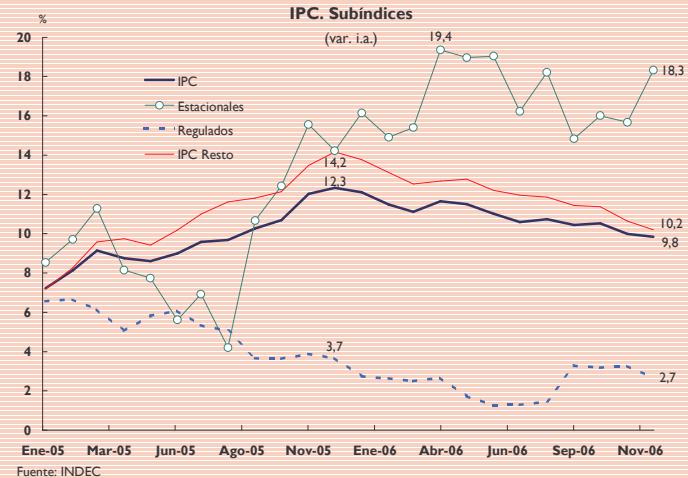
IPC e IPC Resto
(var. trim.)

Gráfico VIII.2

IPC. Subíndices



Cuadro VIII.1
IPC. Variaciones e Incidencia por Subíndice
(en %)

	Ponderación	Dic-05/Dic-05			Dic-06/Sep-06		
		Var.	Var. mensualizada	Incidencia (p.p.)	Var.	Var. mensualizada	Incidencia (p.p.)
IPC	100%	9,8	0,79	0,79	2,6	0,85	0,85
Estacionales	11,4%	18,3	1,41	0,16	7,0	2,29	0,26
Ruta Exterior	3,4%	16,0	1,24	0,04	2,6	0,86	0,03
Regulados	15,2%	2,7	0,22	0,03	0,4	0,12	0,02
Taxis	1,2%	1,5	0,28	0,00	0,3	0,10	0,00
IPC Resto	73,5%	10,2	0,81	0,60	2,4	0,78	0,22
IPC Resto Servicios	28,8%	15,5	1,20	0,35	2,2	0,74	0,21
IPC Resto Bienes	44,5%	1,1	0,57	0,25	2,5	0,81	0,36
Carnes	9,3%	4,9	0,40	0,04	5,5	1,80	0,17
IPC Resto Bienes s/Carnes	35,2%	11,0	0,87	0,31	1,7	0,55	0,19
Productos lácteos	4,0%	3,4	0,17	0,01	1,2	0,39	0,02
Medicina Prepaga	4,0%	11,3	0,90	0,04	1,3	0,45	0,02
Colegios	2,4%	24,2	1,82	0,04	-1,9	-0,65	-0,02
Otros	24,8%	13,0	1,03	0,25	3,1	1,01	0,25

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

VIII.2 Precios Minoristas

La inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) registró una trayectoria descendente en términos interanuales (i.a.) a lo largo de 2006, para finalizar el año con un aumento de un dígito por primera vez desde agosto de 2005. En particular, el IPC GBA acumuló un alza de 2,6% en el cuarto trimestre, que a pesar de marcar una suba mayor a la del tercer trimestre, anticipada en el **Informe de Inflación** anterior, permitió igualmente culminar 2006 con un incremento de 9,8%. A su vez, estas cifras resultaron inferiores a las observadas en iguales períodos de 2005 (3,1% en el último trimestre y 12,3% en el año).

La desaceleración en la suba de los precios minoristas respondió principalmente a la evolución del IPC Resto (aproximación a la inflación subyacente), que se elevó 10,2% en 2006, frente al alza de 14,2% acumulada el año anterior. Este comportamiento reflejó el menor ritmo de incrementos mensuales que verificó el subíndice en promedio en el segundo semestre (0,7% frente a 0,9% en la primera mitad del año), a pesar de la ligera aceleración observada en el cuarto trimestre.

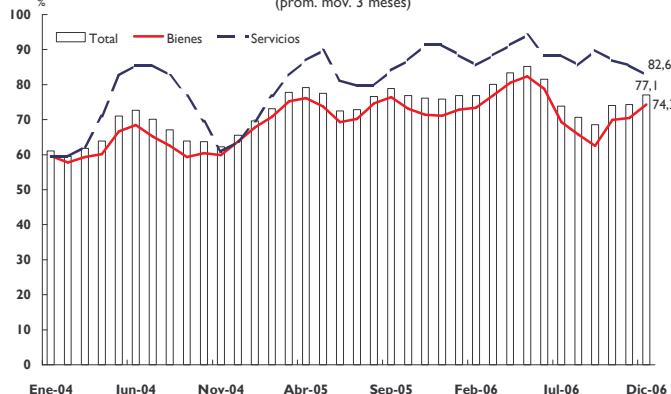
Asimismo, las menores tasas de inflación en el IPC Resto se plasmaron de distinta forma en los indicadores de difusión, magnitud y persistencia. El índice de difusión IPC Resto se ubica actualmente por debajo del máximo de comienzos del año, aunque subió en el cuarto trimestre, ubicándose en niveles elevados respecto del promedio de los últimos cuatro años y similares a los de fines de 2005 (ver Gráfico VIII.3).

Por su parte, a lo largo de 2006 la mediana de las subas mensuales se redujo paulatinamente, de donde se puede inferir que los incrementos registrados en el IPC Resto fueron de menor magnitud, permitiendo incluso compensar la mayor difusión de las subas del tramo final del año (ver Gráfico VIII.4). En tanto, según se desprende del índice de persistencia inflacionaria⁵⁰, la cantidad de rubros que evidenciaron alzas de precios de manera sostenida también disminuyó, principalmente en los horizontes temporales de más largo plazo. No obstante, este indicador también continúa en valores elevados respecto del promedio de los últimos cuatro años (ver Gráfico VIII.5).

La moderación de las subas en el IPC Resto a lo largo del año se dio tanto en el componente de bienes como en el de servicios, aunque en el último trimestre los bienes verificaron una leve aceleración asociada en gran parte a subas puntuales (panificados y carnes). La disminución en el ritmo de crecimiento, junto con el hecho de que los incrementos de los servicios superaron en magnitud a los de los bienes, contribuyó a que el ajuste de precios relativos a favor de los servicios continúe, como ocurre desde diciembre de 2002 (ver Gráfico VIII.6).

Por su parte, la tendencia descendente de las variaciones interanuales del IPC Resto también fue acompañada por alzas moderadas en el subíndice de bienes y servicios regulados o con alto componente impositivo (Regulados), que se incrementó 2,7% en 2006 contra 3,7% en 2005. El único momento en que se registró

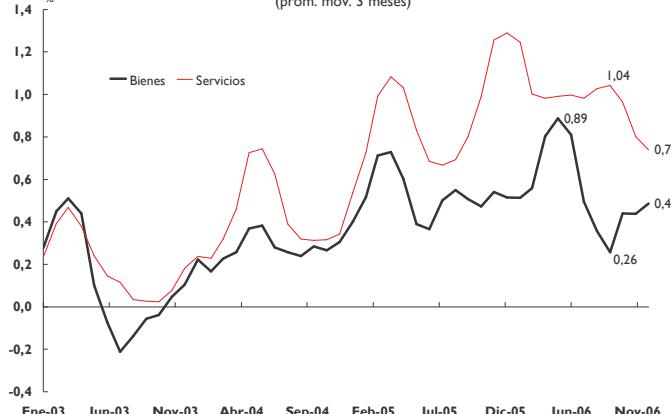
Gráfico VIII.3
Índice de Difusión IPC Resto*
(prom. móv. 3 meses)



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

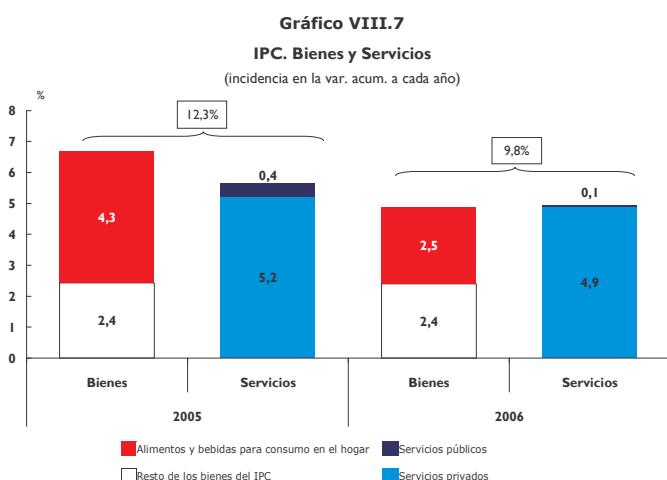
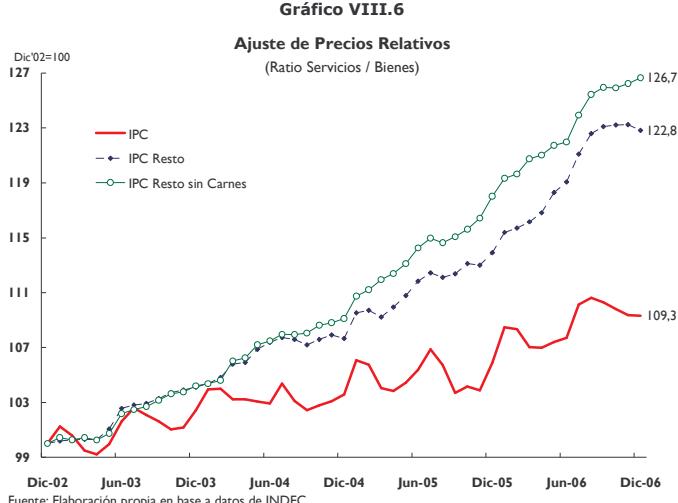
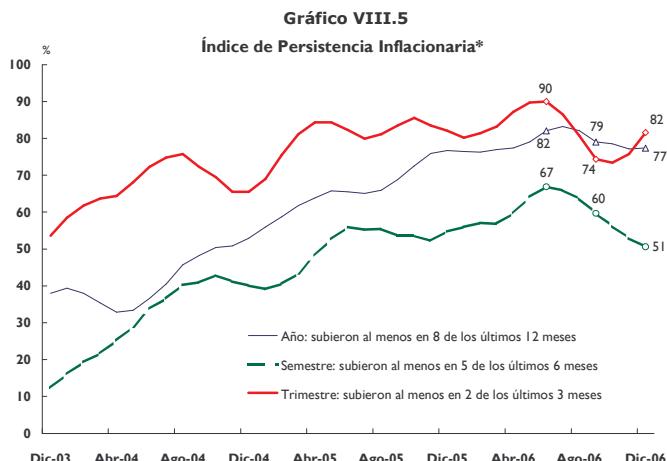
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

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

⁵⁰ 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.



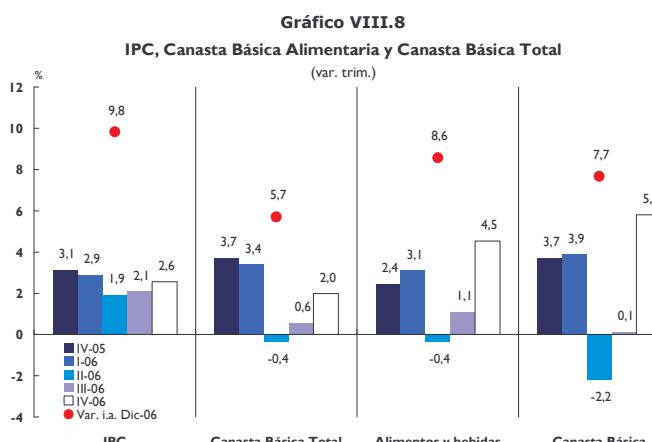
una interrupción en la tendencia declinante en términos interanuales fue en el tercer trimestre, producto del ajuste en la tarifa de taxis en la Ciudad de Buenos Aires.

En el caso de los bienes y servicios agrupados en el subíndice Estacionales (aquellos con una marcada estacionalidad y/o volatilidad), la magnitud de las subas mensuales en promedio superó significativamente a la media de los incrementos exhibida por los otros subíndices a lo largo de 2006. Asimismo, la variación acumulada el año pasado por los Estacionales (18,3%) fue notoriamente mayor a la de 2005 (14,2%). Este hecho respondió a subas de precios en productos vinculados a esparcimiento, indumentaria y frutas y verduras. Particularmente en los dos últimos casos, los problemas climáticos que tuvieron lugar en algunas zonas productoras se reflejaron en una escasa oferta en prácticamente todo el segundo semestre, con impacto sobre los precios en el tramo final de 2006. Durante el año pasado los precios de las frutas y verduras aumentaron 27,7% i.a. y 25,3% i.a., respectivamente, con una gran parte del alza verificada en el cuarto trimestre (14,9% y 9,9% trimestral, respectivamente).

A nivel desagregado, la menor inflación en relación al año anterior se explicó principalmente por las subas de inferior magnitud en los Alimentos y bebidas para consumo en el hogar, concentradas en carnes y lácteos. En 2006 los alimentos y bebidas se incrementaron 8,6%, explicando 2,5 puntos porcentuales (p.p.) del alza del IPC GBA, contribución significativamente inferior a la de 2005 (4,3 p.p.). Por su parte, durante 2006 los rubros Indumentaria y Esparcimiento tuvieron un mayor aporte a la inflación minorista que en 2005, en tanto que la incidencia del resto de los bienes en 2006 resultó similar a la del año anterior (ver Gráfico VIII.7).

En particular, la evolución de los precios de los Alimentos y bebidas en 2006 estuvo acompañada por una serie de medidas y acuerdos entre empresas del sector y el Gobierno con el fin de garantizar el abastecimiento en el mercado interno. De todos modos, el comportamiento de los precios a lo largo del año fue dispar, particularmente en las carnes. En el caso de la carne vacuna, durante 2006 se establecieron precios de referencia mayoristas y minoristas y se adoptaron varias medidas gubernamentales destinadas a incrementar la oferta de carne en el mercado interno, como la flexibilización en los pesos mínimos de faena y el establecimiento de cupos de exportación. En este marco, los precios al consumidor de la carne vacuna en 2006 se elevaron 3,0% i.a. (habían aumentado 28,8% en 2005), con un descenso en los primeros nueve meses del año que fue seguido por un aumento en el cuarto trimestre. Por su parte, luego de registrar importantes encarecimientos en los insumos del sector avícola (fundamentalmente por la suba en la cotización del maíz), sobre final del año se acordó un incremento en los valores de referencia para el pollo, lo cual se reflejó en una suba de 10,2% en el último trimestre, que generó un alza de 8,2% i.a..

La dinámica de los precios de los alimentos determinó que la Canasta Básica Alimentaria (CBA) acumule una suba de 7,7% en 2006, casi la mitad del encarecimiento registrado el año anterior (15,0%), exhibiendo una evolución heterogénea a lo largo del año. Luego de elevarse en el primer trimestre, descendió en el período abril-junio, se mantuvo relativamente estable en el tercer trimestre y volvió a registrar un alza en el cuarto (ver Gráfico VIII.8). De todos

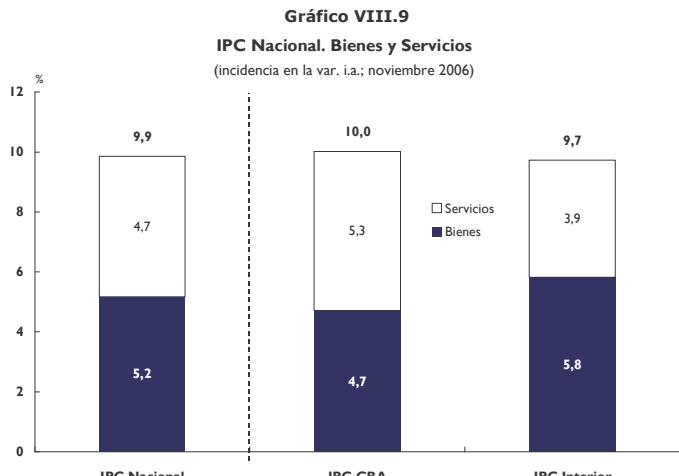


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

modos, la menor suba respecto del año previo se habría reflejado en un nuevo descenso de los indicadores de pobreza e indigencia.

Por su parte, los precios minoristas medidos a nivel nacional mostraron una evolución similar a la del IPC GBA. En efecto, en noviembre de 2006 el IPC Nacional⁵¹ subió 9,9% i.a., impulsado por un alza de 9,7% i.a. en el Interior del país y un incremento de 10,0% i.a. en el GBA (ver Gráfico VIII.9).

Por otro lado, si bien el IPC Interior registró una suba equivalente a la verificada por el IPC GBA, se observó una importante dispersión en la inflación entre distritos. En este sentido, las provincias de Córdoba (11,9% i.a.) y Santa Fe (10,3% i.a.) fueron las que mayor suba de precios al consumidor registraron. En estos casos, la principal diferencia respecto a la evolución del IPC GBA respondió a ajustes en las tarifas de agua, electricidad y transporte público de pasajeros realizados a lo largo de 2006. De todos modos, las subas en los índices de precios de estas dos provincias no resultaron muy diferentes al alza de la Ciudad de Buenos Aires (11,1% i.a. en noviembre; ver Gráfico VIII.10).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

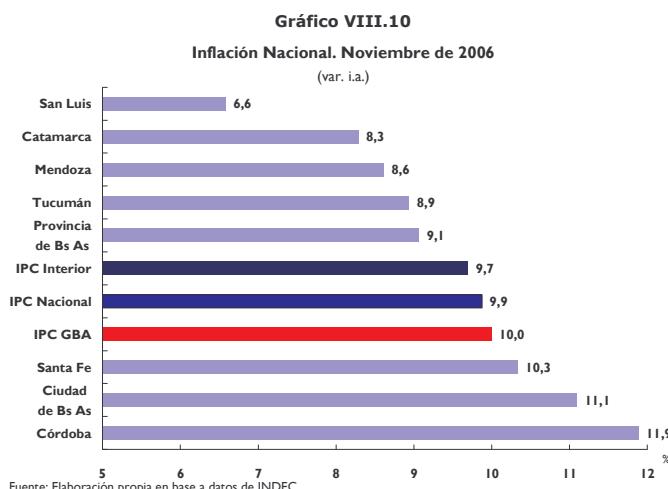
Para el primer trimestre de este año se prevé una aceleración en las variaciones mensuales del IPC GBA. Dicha trayectoria estaría vinculada mayormente a aumentos puntuales ya anticipados (medicina prepaga, cigarrillos, combustibles, televisión por cable, lácteos) y a cuestiones estacionales, sobre todo en los rubros Esparcimiento y Alimentos y bebidas. No obstante, las caídas en los precios de Indumentaria por las liquidaciones de la temporada de verano podrían mermar estos impactos.

La trayectoria descendente de la inflación minorista exhibida en el trámite de 2006 se reflejó en una progresiva reducción de las expectativas de variación del IPC GBA. Según las proyecciones recopiladas por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), en mayo del año pasado se esperaba una variación del IPC GBA para 2007 de 11,9%, cifra que en diciembre se ubicó en 10%, en línea con las bandas de entre 7% y 11% previstas en el Programa Monetario 2007 (PM 2007; ver Sección IX).

En resumen, la evolución de los precios minoristas este año continuaría estando signada por una gradual recomposición de los precios relativos. Asimismo, la contención de las expectativas inflacionarias continuará ligada a la evolución de las políticas fiscal y de ingresos, como así también al sesgo actual de la política monetaria. En este marco, resultará importante que el sendero de ajuste nominal de los salarios no genere efectos de segunda ronda.

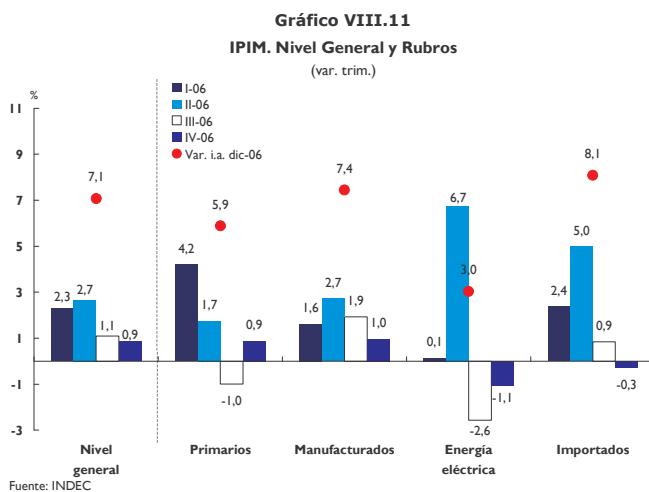
VIII.3 Precios Mayoristas

La evolución del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) continuó mostrando una desaceleración a lo largo de 2006, registrando un alza de 0,9% en el cuarto trimestre. Así, los precios mayoristas finalizaron el año acumulando un aumento de un dígito (de 7,1%), cifra menor a la registrada en 2005 (10,6%). A nivel de rubros, la desaceleración del IPIM en 2006 fue impulsada por los



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

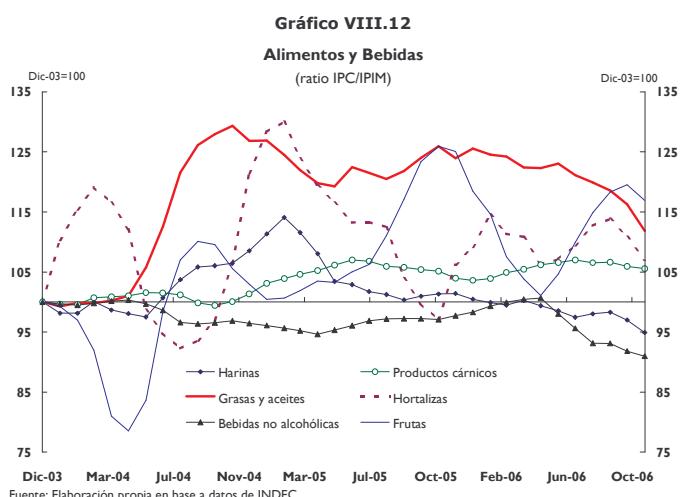
⁵¹ La información del IPC Nacional se recopila en Ciudad de Buenos Aires, 24 partidos del Gran Buenos Aires, La Plata, Mar del Plata, Gran Córdoba, Gran Rosario, Gran Santa Fe, Gran Mendoza, Gran Tucumán, ciudad de San Luis y Gran Catamarca. Estos aglomerados urbanos representan el 83,1% del total del gasto de consumo de los hogares nacionales.



Productos primarios y los Productos manufacturados (ver Gráfico VIII.11).

Las cotizaciones de los Productos primarios tuvieron un leve aumento de 0,9% en el último trimestre, tras haber caído 1% en el periodo septiembre-junio, situación que evidencia la gran volatilidad que caracteriza a este rubro. El aumento del último trimestre fue motorizado por los Productos agrícolas, ya que las cotizaciones del ganado vacuno y del petróleo crudo registraron una caída en los últimos meses del año pasado. Así, en 2006 los Productos primarios crecieron 5,9%, contra 21,1% registrado durante 2005, explicando buena parte de esta diferencia la evolución del precio del petróleo.

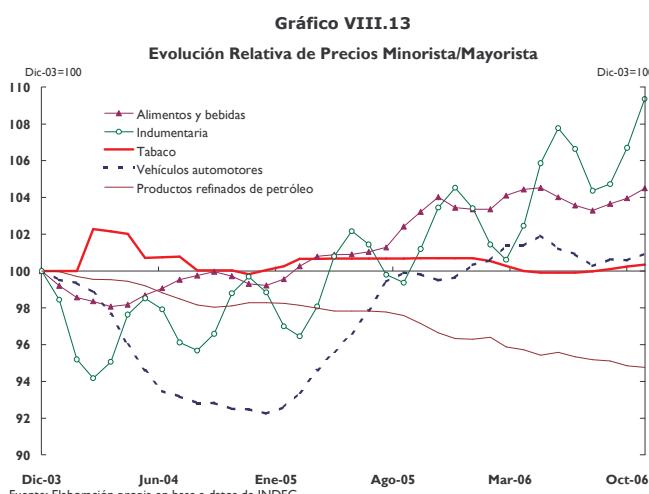
En particular, los Productos agrícolas mostraron un comportamiento al alza en el cuarto trimestre, donde las frutas y hortalizas tuvieron subas de 48,1% (72% i.a.) y 32,2% (54,6% i.a.) respectivamente, por restricciones de oferta generadas por el clima desfavorable en las principales regiones productoras del país. Además, los precios internacionales de algunos cereales y oleaginosas retomaron la trayectoria alcista de mediados de año, lo que impactó en el mercado local dando lugar a subas de 20,8% y 16,5%, respectivamente, entre octubre y diciembre (ver Sección II).



Asimismo, el ganado tuvo una suba de 2% aproximadamente en el cuarto trimestre, finalizando el año con una reducción en torno a 6% i.a.. Cabe señalar, que las variaciones en los precios del ganado en el trimestre pasado estuvieron acompañadas por alzas de mayor magnitud en las manufacturas cárnicas (4,6% en el trimestre) lo que apuntaría a una recomposición en el margen de la industria frigorífica.

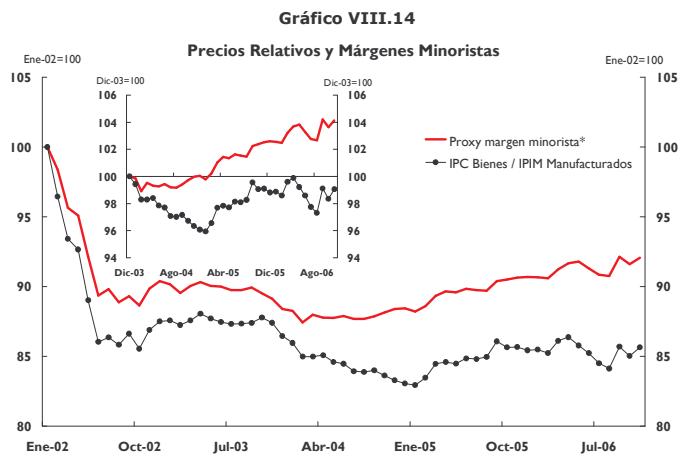
Adicionalmente, la cotización del petróleo crudo medido en el índice registró una caída en el trimestre de 6,8%, que acompañó la tendencia bajista de los mercados internacionales entre octubre y diciembre, lo que también contribuyó en forma importante a moderar el alza de los precios mayoristas.

Por su parte, los Productos manufacturados mostraron una desaceleración en la evolución de sus precios hacia fin de año, registrando un alza de 1% en el trimestre. En la comparación interanual presentó una suba de 7,4%, menor a la observada en el mismo periodo de 2005 (8,3%).



La menor variación en el trimestre fue mayormente impulsada por la desaceleración de Sustancias y productos químicos (0,1% en el trimestre), Máquinas y aparatos eléctricos (-2,7%), Productos refinados de petróleo (-0,2%), Máquinas y equipos (0,9%) y Vehículos automotores, carrocerías y repuestos (0,8%). En sentido contrario influyeron los precios de Alimentos y bebidas que mostraron una aceleración en el último trimestre (2,8%), aunque sólo subieron 5,6% en todo el año (10,7% en 2005).

Dentro del rubro Alimentos y bebidas, en el último trimestre los mayores incrementos se verificaron en los productos cárnicos (4,6% trimestral) y aceites y grasas vegetales (14,3% en el trimestre) que adquieren importancia por su incidencia dentro del consumo de los hogares. En el caso particular de la carne, en los últimos meses los precios mayoristas aumentaron en mayor proporción que los



minoristas, lo que estaría determinando una mejora en el margen del sector frigorífico (ver Gráfico VIII.12).

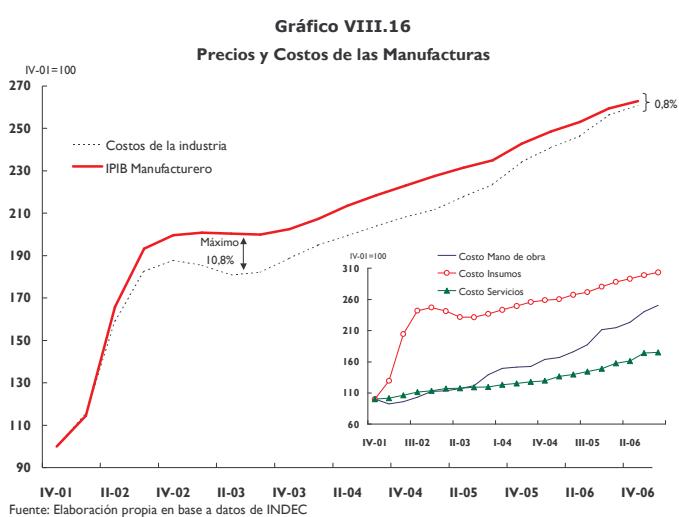
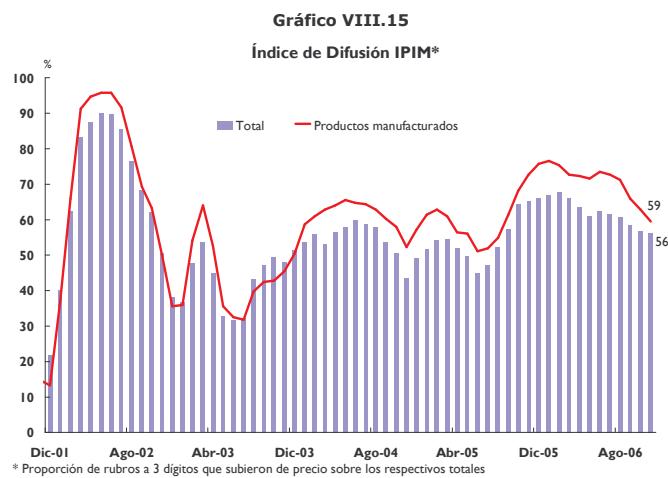
De todos modos, los indicadores *proxy* del margen minorista⁵² mostraron una nueva recomposición en el último trimestre, aunque en el desagregado persisten los comportamientos disímiles entre rubros. En particular, en Alimentos y bebidas continuaría la recuperación a favor de los comercios minoristas, igual que en Indumentaria y Vehículos automotores. En cambio, el rubro Productos refinados de petróleo sigue retrasado, mientras que el Tabaco no presentó grandes variaciones (ver Gráficos VIII.13 y VIII.14).

En el último trimestre se evidenció una menor difusión de las subas de precios en los Productos manufacturados, pasando de 77% en enero a 59% hacia fin de año. Así, la caída en la difusión acompañó la desaceleración que registraron las variaciones de precios de la mayor parte de las manufacturas, al igual que el resto de los rubros que componen el IPIM (ver Gráfico VIII.15).

No obstante estas mejoras, el incremento de los costos en la industria manufacturera, fundamentalmente por el encarecimiento de la mano de obra, fue acompañado por una suba de menor magnitud en los precios, reflejando una situación cada vez más ajustada en los márgenes unitarios del sector. En particular, en Alimentos y bebidas, los costos y los precios habrían aumentado al mismo ritmo hasta 2005, mientras que en 2006 los costos lo hicieron más rápidamente. Esta disparidad en el comportamiento entre los costos y los precios contrasta con el que se estaría registrando a nivel minorista, donde los márgenes, en general, se van recuperando pero a un ritmo más lento (ver Gráfico VIII.16).

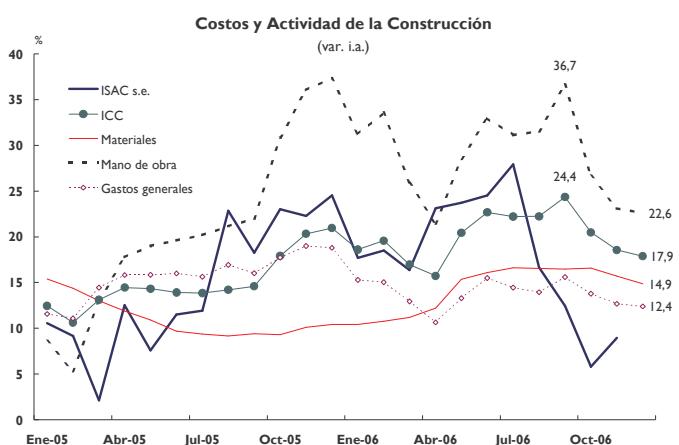
Por su parte, el rubro Energía eléctrica presentó un caída de 1,1% en el trimestre y acumuló en el año un incremento de 3%, sustancialmente menor al observado en 2005 (13,2%). En tanto, los precios de los Productos importados mostraron una leve desaceleración, pasando de una suba de 0,9% en el tercer trimestre a una baja de 0,3% en los últimos tres meses del año. De todos modos, en la comparación interanual, los Productos importados presentaron una suba de 8,1% superando ampliamente lo registrado en 2005 (0,7%), como resultado, entre otros factores, de la depreciación nominal del peso frente al dólar.

Para los próximos meses, los Productos primarios se mantendrían relativamente estables dado que los principales productos agrícolas comenzaron una etapa en que los precios no registrarían grandes variaciones una vez que están determinados los volúmenes de cosecha, en tanto que las hortalizas comenzarían a recuperar los niveles de oferta necesarios para estabilizar los precios. Esto, sumado a que el petróleo podría fluctuar en torno a los niveles actuales, contribuiría a contener los precios mayoristas. No obstante, el aumento de los costos que enfrentaron los fabricantes de manufacturas (principalmente influido por las subas salariales del año pasado, sumado al inminente inicio de una nueva ronda de negociaciones colectivas y las alzas dispuestas recientemente en las tarifas energéticas) son factores a considerar respecto de la



⁵² Una primera aproximación del margen minorista tiene en cuenta la relación entre el IPC Bienes y los precios mayoristas de los productos manufacturados que tienen un rubro equivalente en el IPC Bienes, en tanto que una segunda considera el ratio entre el IPC Bienes y el IPIM Manufacturados.

Gráfico VIII. 17



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

evolución futura de los precios mayoristas y su efecto a nivel minorista.

VIII.4 Costos de la Construcción

El Índice del Costos de la Construcción (ICC) continuó creciendo a un ritmo elevado. En términos interanuales, el ICC verificó un alza de 17,9% en diciembre de 2006, que si bien implica un descenso frente al trimestre previo cuando se había ubicado en los máximos de los últimos años, aún duplica la variación registrada por los precios minoristas y mayoristas en el año pasado.

No obstante, la suba de 1,8% del cuarto trimestre de 2006 resultó la más baja en dos años, en un marco de desaceleración que comenzó a registrar la actividad de la construcción en los últimos meses según se desprende del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC; ver Gráfico VIII.17 y Sección III).

El aumento en el costo de la Mano de obra (22,6% i.a.) superó al incremento promedio de los salarios de la economía (en torno a 19%). Esta situación estuvo determinada por el efecto de las negociaciones colectivas del sector, aunque también incidió la persistente demanda por trabajadores que, en un marco de sostenido crecimiento de la actividad del sector, comenzó a reflejar una escasez relativa de trabajadores especializados (ver Gráfico VIII.18).

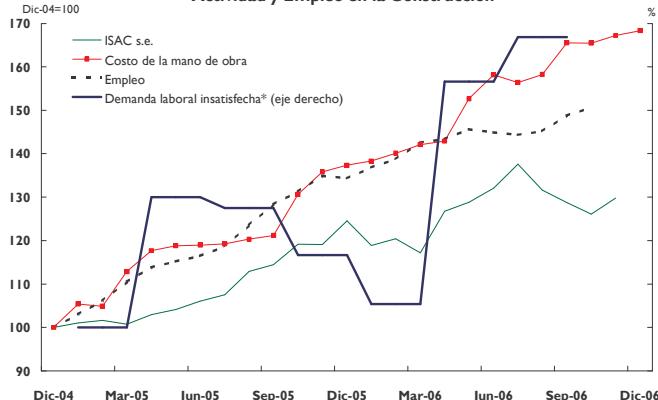
Los costos de los Materiales continuaron aumentando a tasas elevadas (14,9% i.a.) ya que persistió el ajuste de los bienes que se mantenían más rezagados desde el inicio del ciclo expansivo de la actividad. Esta situación fue reforzada por los incrementos en aquellos materiales con alto contenido de insumos transables, principalmente los que poseen una proporción importante de cobre (por ejemplo, Cables y conductores de media y baja tensión, Productos de cobre, plomo y estaño), aunque las caídas de los últimos meses en el precio internacional de este metal moderaron la trayectoria de estos materiales.

Por su parte, los Gastos generales continuaron con variaciones menores al resto de los componentes del ICC (12,4% i.a.), manteniéndose cerca de la variación promedio registrada desde el inicio del ciclo de expansión del sector de la construcción.

La desaceleración transitoria en el ritmo de actividad sectorial había permitido que sobre el final de 2006 se modere la suba de los costos de la construcción. No obstante, la demanda de mano de obra continuó elevada y se encuentra en niveles récord, a lo que se suman algunas restricciones de capacidad que comienzan a surgir en la producción de ciertos materiales. Esto hace prever que las menores variaciones del ICC de los últimos meses, en torno a 7% mensual anualizado, podrían ser un fenómeno más bien transitorio.

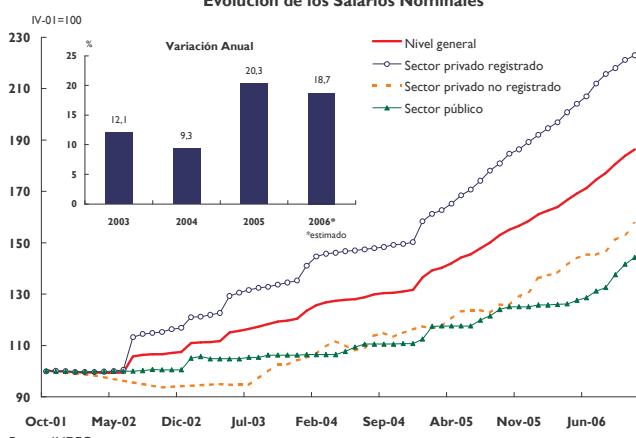
VIII.5 Salarios

Durante 2006 las remuneraciones nuevamente mostraron una suba en términos nominales, que permitió recomponer el poder de compra de los salarios (ver Sección IV). Luego de un alza superior a 4% en el último trimestre, la suba interanual de los sueldos se ubicaría en torno a 19%, levemente por debajo de la expansión observada durante 2005 (20,3%). No obstante, a diferencia de lo

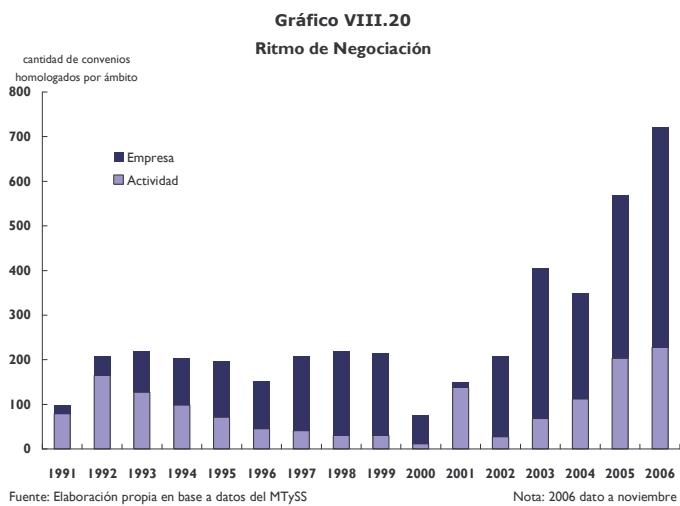
Gráfico VIII. 18
Actividad y Empleo en la Construcción

*La demanda laboral insatisfecha es un indicador trimestral

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico VIII.19
Evolución de los Salarios Nominales

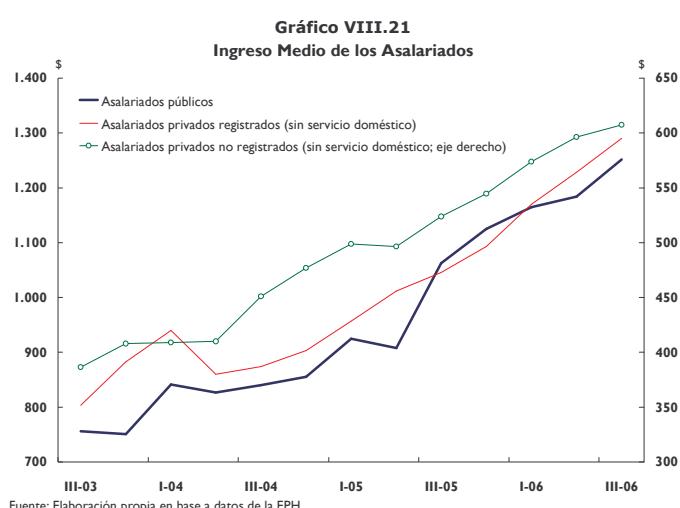
Fuente: INDEC



ocurrido ese año, el crecimiento en 2006 fue más equilibrado entre los distintos segmentos laborales (ver Gráfico VIII.19).

La concertación de numerosos acuerdos entre los sindicatos, las empresas y las cámaras empresariales, tanto a nivel público como privado, impulsaron en 2006 la trayectoria ascendente de las remuneraciones. En efecto, hasta noviembre del año pasado se homologaron 722 convenios, 154 más que los firmados en 2005 (ver Gráfico VIII.20). De esta forma, el sector privado formal se mantuvo como el principal impulsor de los salarios en 2006 aunque el incremento en los haberes (en torno a 20%) se ubicó 6 p.p. por debajo del aumento otorgado durante el año anterior.

Por su parte, los salarios percibidos por los agentes del sector público habrían finalizado 2006, con un alza superior a 16%, concentrada especialmente en el segundo semestre del año, momento en que entraron en vigencia varios convenios, tanto en la Administración Pública Nacional como en algunas provincias, junto con aumentos en las Fuerzas Armadas. De esta forma, a diferencia de lo ocurrido durante 2005, cuando el alza sólo logró compensar los efectos de la inflación, en el sector público la suba de las remuneraciones implicó un incremento de su capacidad de compra.



En el caso de los salarios del sector privado no registrado, también se observó una aceleración en su expansión, permitiendo que la diferencia con los salarios formales se reduzca ligeramente. El aumento de los salarios informales en 2006 habría alcanzado una cifra superior a 20%, levemente por encima de la variación del sector privado registrado, resultado cerca de 10 p.p. superior al aumento de 2005. De todas formas, según datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) el ingreso medio de los asalariados informales sigue siendo la mitad de lo percibido por los que están empleados en el sector formal (ver Gráfico VIII.21).

IX. RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO (REM)

IX.1 Síntesis

Las expectativas de variación del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) para 2007 continuaron cayendo durante el cuarto trimestre de 2006 y se redujeron 0,5 puntos porcentuales (p.p.) a 10% interanual (i.a.), ubicándose en línea con las bandas del Programa Monetario (PM) para este año (7-11%). También descendió el desvío estándar de los pronósticos individuales, reflejando un mayor consenso sobre la evolución futura del IPC.

Las expectativas de variación del nivel general del Índice de Salarios para 2007 fueron ajustadas al alza, hasta alcanzar 15,5%. Así, el mercado espera que el salario real se incremente 5% en el corriente año. Si bien esta variación sería inferior a la esperada para 2006 (8,6%), el poder adquisitivo de los salarios aumentaría por quinto año consecutivo, superando el valor de diciembre de 2001. Paralelamente, la proyección de la Tasa de Desocupación contempla una disminución de 9,6% en 2006 a 8,8% en 2007.

El crecimiento del PIB esperado para 2007 aumentó 1,3 p.p. y se ubicó en 7,6% i.a., acortando la diferencia que lo separa de la estimación de crecimiento para 2006 (8,5% i.a.). Las expectativas de variación del Consumo y la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) contribuyeron en partes iguales a esta aceleración y aportarían 5,1 p.p. y 3,4 p.p. al crecimiento del corriente año.

Por su parte, las previsiones sobre los superávit fiscal y externo continuaron creciendo. En este marco, el Resultado Primario Nacional esperado para 2007 se ubicó en 3,2% del PIB, levemente por encima de las estimaciones contenidas en el Presupuesto Nacional 2007 (PN-07). Las proyecciones sobre el saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos alcanzaron US\$5.400 millones (2,2% del PIB).

Finalmente, las proyecciones de Reservas Internacionales para 2007 alcanzaron US\$40.000 millones, US\$5.500 millones por encima de las estimaciones correspondientes al anterior Informe de Inflación. Sin embargo, este aumento no impactó significativamente en las previsiones de M2, que se ubican dentro de las bandas nominales del PM 2007 (\$137.986-\$146.633 millones).

Gráfico IX.1

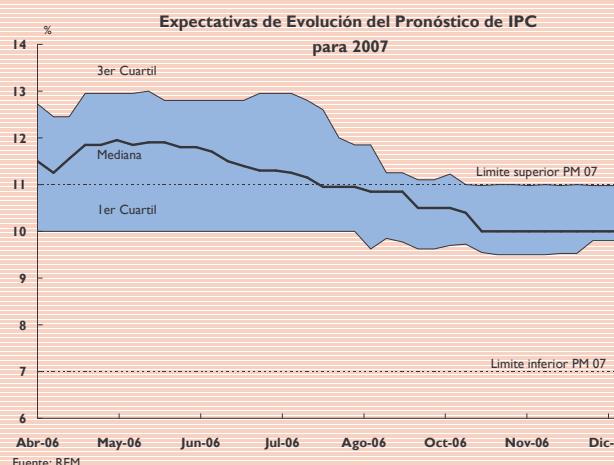
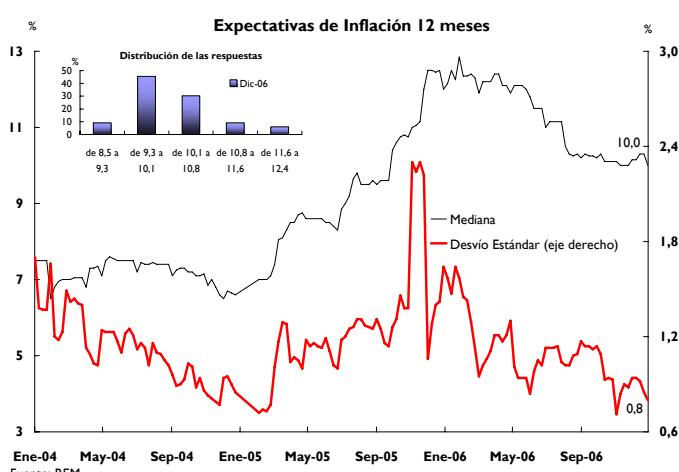


Gráfico IX.2



Gráfico IX.3



Fuente: REM

IX.2 Evolución y Principales Resultados

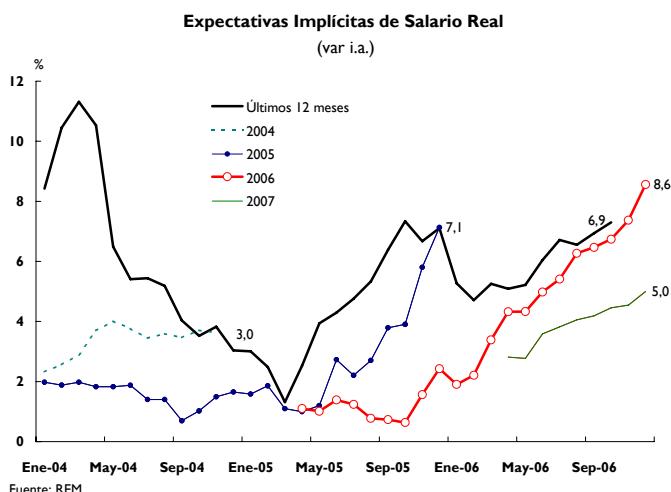
La variación observada en el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) durante 2006 (9,8%) se situó en línea con la mediana de las expectativas del REM del anterior **Informe de Inflación** y dentro de las bandas del Programa Monetario (PM) 2006 (8-11%). Para 2007, el mercado prevé que la variación interanual del IPC GBA se ubique dentro de las bandas estipuladas en el PM 2007 (7-11%). Las expectativas de variación del IPC GBA para este año disminuyeron 0,5 puntos porcentuales (p.p.) en octubre pasado a 10%, permaneciendo constantes en noviembre y diciembre. Además, el desvío estándar de las estimaciones de variación del IPC GBA para los próximos doce meses cayó 0,3 p.p. a 0,8%, reflejando un mayor consenso sobre la evolución futura de este índice (ver Gráficos IX.1 y IX.3).

La mediana de los pronósticos de variación del Índice de Salarios creció 0,4 p.p. y según el REM alcanzaría 15,5% en 2007. En este contexto, la estimación implícita del salario real se incrementó 0,8 p.p. respecto del **Informe de Inflación** anterior, ubicándose en 5%. Así, el aumento del poder adquisitivo de los salarios sería menor que el esperado para 2006 (8,6%), pero positivo por quinto año consecutivo, permitiendo que se supere en 2007 el nivel vigente a fines de 2001, previo a la devaluación (ver Gráfico IX.4). Por su parte, las proyecciones de Tasa de Desocupación aumentaron 0,3 p.p. para 2006 y 2007 alcanzando 9,6% y 8,8%, respectivamente, luego de conocerse el dato del tercer trimestre de 2006 (10,2%) que resultó 0,5 p.p. superior al valor esperado por el REM el trimestre anterior.

Los pronósticos sobre el nivel de actividad económica volvieron a aumentar, pese a que los datos del tercer trimestre de 2006 resultaron levemente inferiores a los esperados. En este sentido, la mediana del PIB para 2006 creció 0,5 p.p. y alcanzó 8,5%, mientras que las previsiones sobre el crecimiento real de la economía para 2007 aumentaron 1,3 p.p. y la mediana se situó en 7,6%. Cabe destacar que la brecha entre el crecimiento esperado de 2006 y 2007 se redujo significativamente desde que el REM comenzó a relevar el corriente año (abril de 2006). En tanto, la expectativa de crecimiento del PIB para 2007 supera los pronósticos relevados para cada uno de los años anteriores, a comienzos de estos períodos (ver Gráfico IX.2).

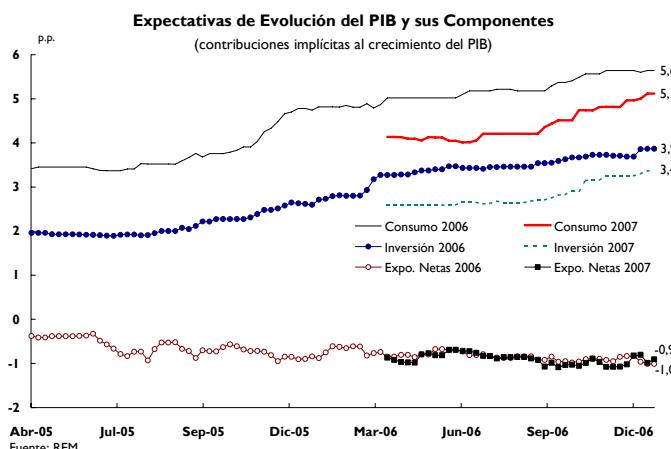
De acuerdo con el REM, el crecimiento del PIB para 2006 estaría impulsado por el Consumo⁵³, cuya mediana aumentó 0,3 p.p. desde el trimestre previo a 7,3%, a la vez que el alza esperada en la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) alcanzó 19,5% (+1,4 p.p. de aumento en el trimestre). Para 2007 se prevé que el Consumo y la IBIF aumenten 6,7% (+0,8 p.p.) y 15,5% (+2,5 p.p.), respectivamente. Si bien el Consumo contribuiría más que la Inversión al crecimiento del PIB, ambos componentes aportaron en igual medida a la aceleración observada frente a las expectativas del trimestre anterior. Asimismo, las estimaciones de crecimiento de la Inversión continúan por encima de las proyecciones de aumento del Consumo y la participación de la IBIF en el PIB a precios constantes pasaría de 19,8% en 2006 a 21,8% en 2007 (ver Gráficos IX.2, IX.5 y IX.6).

Gráfico IX.4



Fuente: REM

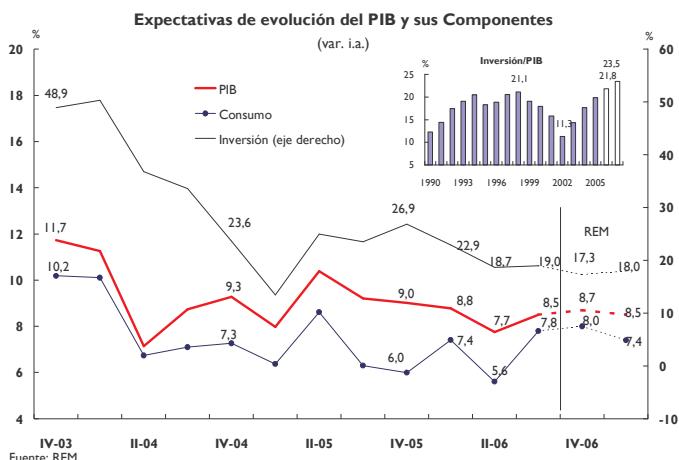
Gráfico IX.5



Fuente: REM

⁵³ 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.

Gráfico IX.6



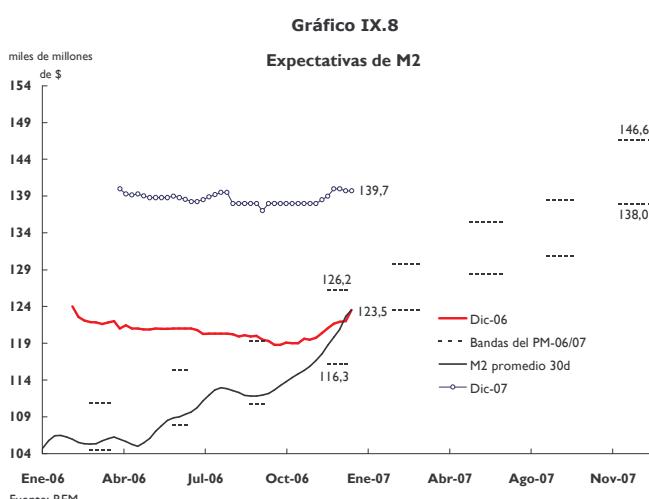
En cuanto a la evolución trimestral de las cuentas nacionales, el REM espera que el PIB crezca 2,3% sin estacionalidad⁵⁴ (s.e.) durante el cuarto trimestre de 2006 (8,7% interanual -i.a.-), en tanto que el Consumo y la IBIIF alcanzarían subas de 1,9% s.e. (8% i.a.) y 2,9% s.e. (17,3% i.a.), respectivamente. Así, el crecimiento del PIB y del Consumo se ubicarían en valores cercanos al promedio de los dos trimestres previos, aunque el crecimiento de la Inversión caería a la mitad. Para el primer trimestre de 2007 la tasa de variación del PIB disminuiría a 1,2% s.e. (8,5% i.a.), teniendo en cuenta el menor crecimiento esperado del Consumo y la IBIIF, que alcanzaría a 1,6% s.e. en ambos casos (7,4% i.a. y 18% i.a., respectivamente). Si bien estos valores representarían una disminución con relación al ritmo previo, cabe recordar que las tasas de crecimiento del primer trimestre de 2005 y 2006 resultaron las menores de cada año, aún en términos desestacionalizados (ver Gráfico IX.6).

En términos nominales, el REM espera que el PIB a precios corrientes alcance \$650.000 millones en 2006, mientras que para 2007 prevé que crezca 18,8% y sume \$772.000 millones. En este marco, con respecto al anterior **Informe de Inflación**, la estimación de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI)⁵⁵ para 2007 aumentó 1 p.p. a 10,4%, manteniéndose por debajo de la estimación para 2006 (12,6%), y se ubicó en línea con las previsiones de variación promedio del IPC GBA para 2007.

La mediana de las expectativas de exportaciones para 2006 creció por séptimo trimestre consecutivo, alcanzando US\$46.380 millones (+1.740 millones), mientras que para 2007 se ubicó en US\$51.785 millones (+US\$3.585 millones). De cumplirse las estimaciones del REM, las exportaciones de 2007 duplicarían el promedio del quinquenio 1997-2001 (US\$25.800 millones). Por su parte, las expectativas de importaciones crecieron en menor cuantía que las exportaciones, dando lugar a una suba en las estimaciones implícitas de Balanza Comercial.

Los ajustes en las previsiones de exportaciones impulsaron aumentos en las estimaciones de Balanza Comercial y del saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos. Según el REM, el saldo de la Balanza Comercial alcanzaría US\$11.815 millones (5,6% del PIB) en 2006 y US\$11.535 millones (4,8% del PIB) en 2007. Asimismo, la mediana del saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos subió US\$762 millones a US\$6.792 millones para 2006 y US\$1.400 millones a US\$5.400 millones para 2007 (ver Sección V y Gráfico IX.7).

Las expectativas del *stock* de Reservas Internacionales para 2007 crecieron considerablemente durante el último trimestre en US\$5.500 millones (16%). En este sentido, el REM espera que las reservas alcancen US\$40.000 millones en diciembre de 2007, es decir US\$7.963 millones más que el *stock* a diciembre de 2006. De cumplirse la previsión del mercado para 2007, las reservas crecerían US\$21.420 millones luego de la cancelación total de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en enero de 2006 (ver Gráfico IX.7).

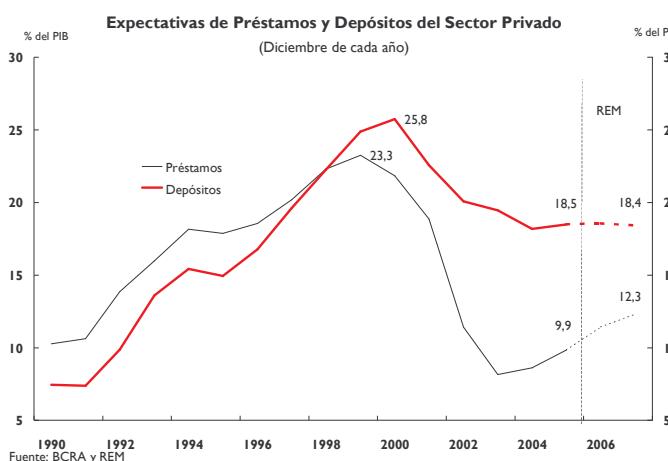


⁵⁴ Estimación implícita, considerando los coeficientes de estacionalidad de los últimos dos años.

⁵⁵ Estimación implícita en los pronósticos de PIB.



Gráfico IX.9



Fuente: BCRA y REM

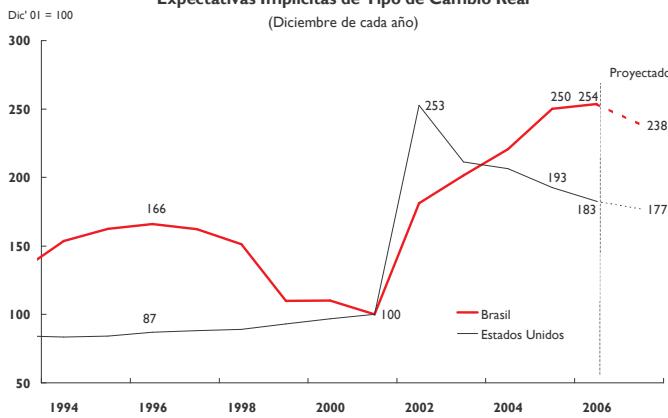
Las mayores expectativas de Reservas Internacionales no impactaron significativamente en los pronósticos del Agregado Monetario M2, que aumentaron en una cuantía relativamente menor. En ese sentido, la mediana para 2007 creció \$1.714 millones (1,2%) desde septiembre y se ubica en \$139.714 millones, dentro las bandas estipuladas en el PM 2007 (\$137.986-\$146.633 millones). Asimismo, la variación porcentual de este agregado (13,1%) se encontraría por debajo del incremento de 2006 (18,9%). En términos del PIB, el M2 alcanzaría 18,1% a fin del corriente año, es decir 0,9 p.p. por debajo del porcentaje registrado en diciembre de 2006 (ver Gráfico IX.8).

De acuerdo con el REM, los Depósitos al Sector Privado no Financiero aumentarían \$21.502 millones (17,8%) durante 2007 hasta \$142.200 millones, representando 18,4% del PIB, relación similar a la de 2005 y 2006. Como en 2006, este incremento sería similar al crecimiento nominal de los préstamos al Sector Privado (\$20.758 millones; 27,9%), que alcanzarían \$95.058 millones a fin de año, representando 12,3% del PIB (0,9 p.p. de aumento durante 2007; ver Gráfico IX.9).

Las estimaciones de tasas de interés para 2007 se mantuvieron estables e incluso mostraron una ligera reducción en términos nominales, aunque se mantienen por encima de los niveles de diciembre de 2006. La tasa real *ex – ante* de LEBAC a un año (1,1%) se situó en línea con las estimaciones del REM del trimestre anterior⁵⁶. Por otra parte, la mediana de las previsiones de Tipo de Cambio Nominal para 2007 se redujo 0,02\$/US\$ y se ubicó en 3,18\$/US\$. Si bien esto significaría una depreciación nominal de 3,9% respecto a los niveles de fines de 2006, el peso se apreciaría en términos reales 3,1% frente al dólar y 6,1% con relación al real brasileño⁵⁷ (ver Gráfico IX.10).

La Recaudación Tributaria Nacional esperada por el mercado para 2007 creció \$8.690 millones respecto al trimestre anterior y se ubica en \$180.223 millones, alcanzando 23,3% del PIB (+0,4 p.p. de aumento en el trimestre). Parte de este incremento se trasladó a las estimaciones de Resultado Primario, que aumentaron \$1.052 millones a \$25.052 millones, aunque no se registraron modificaciones como porcentaje del PIB (3,2%). Así, los pronósticos del REM superan las estimaciones del Presupuesto Nacional 2007⁵⁸ (PN-07; ver Gráfico IX.11).

Entre octubre y diciembre se mantuvieron altos los niveles de participación, y el REM cuenta actualmente con 54 participantes habilitados para cargar estimaciones. Finalmente, los pronósticos para 2008 comenzarán a relevarse a partir de abril de 2007.

Gráfico IX.10
Expectativas Implícitas de Tipo de Cambio Real
(Diciembre de cada año)

Fuente: REM, BCB y Survey of Professional Forecasters

Gráfico IX.11
Expectativas de Evolución del Sector Fiscal

Fuente: REM

⁵⁶ Implícita en los pronósticos de tasa LEBAC a 1 año para diciembre de 2006 y en las estimaciones de inflación anual para 2007.

⁵⁷ Los pronósticos de inflación de Estados Unidos se tomaron del *Survey of Professional Forecasters*, en tanto que las proyecciones de inflación de Brasil y tipo de cambio nominal R/US\$ corresponden a la encuesta del Banco Central de Brasil (BCB).

⁵⁸ Las 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. Además la estimación de Resultado Primario incluida en el Presupuesto Nacional es en base devengado, mientras que el dato relevado por el REM es en base caja.



RESULTADOS DEL REM. DICIEMBRE 2006

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2007-NOV			2006-NOV			2007-FEB			2006-ANL			2007-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvio												
Precios															
IPC: var. 12 meses; en %	10,2	10,0	0,8												
IPC: var. interanual implícita, en % ¹				9,8		9,6									
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)															
Índice de Salarios Nivel General: var.; mensual; en %	1,46	1,40	0,22	1,41	1,30	0,38				19,1	19,2	1,0	15,7	15,5	2,1
Monetarias y Financieras															
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mill. de \$				124.322	124.600	2.581				122.098	122.800	2.100	138.899	139.714	4.537
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mill. de \$				121.791	122.056	1.153				120.303	120.698	1.100	141.019	142.200	4.534
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mill. de \$				75.794	76.000	955				73.395	74.300	1.035	93.795	95.058	6.065
Tasa de Interés: plazoijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %				7,2	7,2	0,3	7,2	7,2	0,2				8,0	8,0	0,8
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %				11,1	11,2	0,3	11,1	11,2	0,3				11,7	11,8	0,9
Tasa de Interés: Pasos Pasivos en \$ a 7 días; en %				6,2	6,3	0,1	6,3	6,3	0,1				6,8	6,8	0,5
Tasa de Interés: B&DLR promedio mensual de bancos priv. a 30 días en \$; en %				9,8	9,8	0,2	9,8	9,8	0,2				10,5	10,5	0,7
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$/US\$				3,07	3,07	0,01	3,07	3,07	0,01				3,18	3,18	0,03
Actividad Económica															
EMAE: var. interanual; en %	8,4	8,5	0,3	8,8	8,8	0,7							8,5	8,5	0,3
EMI: var. interanual; en %				8,2	8,2	0,6	8,3	8,1	1,4				8,0	8,2	0,4
Sector Externo															
Exportaciones; en mill. de us\$				4.120	4.117	175	3.773	3.800	176				46.154	46.380	570
Importaciones; en mill. de us\$				3.128	3.149	107	2.925	2.911	126				34.541	34.565	361
Fiscales															
Recaudación Tributaria Nacional; en mill. de \$							14.112	14.040	452	13.399	13.300	585			
Resultado Primario del SPNF; en mill. de \$				250	235	458	1.944	1.900	369				23.177	23.241	606
2) Variables de Frecuencia Trimestral															
VARIABLES	2006-TR4			2007-TR1			2006-ANL			2007-ANL			2007-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvio												
Actividad Económica															
PIB a precios constantes; variación interanual; en %	8,7	8,7	0,5	8,4	8,5	0,6	8,5	8,5	0,2	7,5	7,6	0,6			
PIB a precios constantes; en mill. de \$										647.245	650.000	16.324	769.992	772.000	31.609
Consumo Total a precios constantes; variación interanual; en %	8,0	8,0	0,8	7,5	7,4	0,8	7,2	7,3	0,5	6,7	6,7	0,6			
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes;	17,6	17,3	1,8	17,6	18,0	2,1	19,2	19,5	1,6	15,6	15,5	2,6			
Variación interanual; en %							10,1	10,0	0,5	9,6	9,6	0,3	8,7	8,8	0,6
Sector Externo															
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mill. de US\$	1.599	1.615	382	1.238	1.200	437	6.557	6.792	797	5.436	5.400	1.316			
Monetarias y Financieras															
Reservas Internacionales; fin de período; en mill. de US\$							33.544	33.670	850	31.105	31.500	1.120	39.606	40.000	3.066

¹ 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

ACE: Acuerdo de Complementación Económica	Copom: Comité de Política Monetaria (Brasil)
ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores	DGA: Dirección General de Aduanas
AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos	DGI: Dirección General Impositiva
AFJP: Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones	DISC: Bono Descuento
AIP: Aglomerados del Interior del País	DPN: Deuda Pública Nacional
ALADI: Asociación Latinoamericana de Integración	EE.UU.: Estados Unidos
ANSES: Administración Nacional de la Seguridad Social	Efvo: Efectivo
AT: Adelantos Transitorios	EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica
BADLAR: Buenos Aires Deposit Large Amount Rate (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)	EMBI+: Emerging Markets Bond Index
BCB: Banco Central de Brasil	EMI: Estimador Mensual Industrial
BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires	EPH: Encuesta Permanente de Hogares
BCE: Banco Central Europeo	EPH continua: Nueva Encuesta Permanente de Hogares
BCRA: Banco Central de la República Argentina	EPH puntual: Encuesta Permanente de Hogares Tradicional
BID: Banco Interamericano de Desarrollo	Eurostat: Oficina de Estadística de la Unión Europea
BIRF: Banco Mundial	FCI: Fondos Comunes de Inversión
BM: Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA	Fed Funds: Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EE.UU.
BODEN: Bonos del Estado Nacional	FF: Fideicomisos Financieros
BONAR V: Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2011.	FI: Fondos Índices
BONAR VII: Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2013.	FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas
BoJ: Banco de Japón	FMI: Fondo Monetario Internacional
Bovespa: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo	FOB: Free on Board
CAFSI: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión	FOMC: Federal Open Market Committee (Comité Federal de Mercado Abierto, de EE.UU.)
CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico	GBA: Gran Buenos Aires
CBA: Canasta Básica Alimentaria	Gto. prim. : Gasto primario
CBT: Canasta Básica Total	ha: Hectárea
CC: Cuenta corriente	i.a.: Interanual
CCBCRA: Cuentas corrientes en el BCRA	IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales
CEPAL: Comisión Económica para América latina y el Caribe	IAPC: Índice Armonizado de Precios al Consumidor
CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia	IBGE: Instituto Brasileiro de Geografía e Estatística (Brasil)
CFA: Consensus Forecast Asia	IBIF: Inversión Bruta Interna Fija
CFI: Coparticipación Federal de Impuestos	ICC: Índice del Costo de la Construcción
CIF: Cost of Insurance and Freight	ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias
CMN: Consejo Monetario Nacional	IED: Inversión Extranjera Directa
CNV: Comisión Nacional de Valores	IFI: Instituciones Financieras Internacionales
CO: Carta Orgánica	IGBVL: Índice General de la Bolsa de Valores de Lima
	IGPA: Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago
	IHH: Índice Herfindahl-Hirschman
	INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

IPC: Índice de Precios al Consumidor	PAR: Bono Par
IPC: Índice de Precios al Consumidor el Gran Buenos Aires	PCE: Price Index for Personal Consumption Expenditure
IPC Resto: IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo	PEA: Población Económicamente Activa
IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	PIB: Producto Interno Bruto
IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada	PJyJH: Plan Jefas y Jefes de Hogar
IPI: Índice de Precios Implícitos	PM: Programa Monetario
IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor	PN-07: Presupuesto Nacional 2007
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	PP: Productos primarios
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	PPP: Purchasing Power Parity (Paridad del Poder de Compra)
IRD: Inversión Real Directa	PRE: BOCON Previsional
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	PRO: Bocon Proveedores
ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos	Prom. móv.: Promedio móvil
ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	PyMEs: Pequeñas y Medianas Empresas
IVA: Impuesto al Valor Agregado	REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado por la DGA	Repo: Tasa sobre pasos activos del Banco de Inglaterra, utilizada como tasa de interés de referencia
IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado recaudado por la DGI	ROA: Rendimiento sobre activos
IVA: Impuesto al Valor Agregado	ROFEX: Rosario Futures Exchange (Mercado a término de Rosario)
Kg.: Kilogramos	s.e.: Serie sin estacionalidad
Latam: Latinoamérica	s.o.: Serie original
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
LFCF: LatinFocus Consensus Forecast	Selic: Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	SGP: Sistema Generalizado de Preferencias
M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$	SMVM: Salario Mínimo Vital y Móvil
MAE: Mercado Abierto Electrónico	SIOPEL: Sistema de Operaciones Electrónicas
MEC: Mercado Electrónico de Corredores	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
MERCOSUR: Mercado Común del Sur	SPC: Sector Público Consolidado
Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires	SPP: Sector Público Provincial
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	TGN: Tesorería General de la Nación
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	Tn: Tonelada
MRO: Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)	UADE: Universidad Argentina de la Empresa
MSCI: Morgan Stanley Capital International	UCI: Utilización de la Capacidad Instalada
MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social	USDA: United States Department of Agriculture (Secretaría de Agricultura de los EEUU)
NF: No Financiero	UVP: Unidades Vinculadas al PIB
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	Var.: variación
OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo	VE: Valor efectivo
O/N: Overnight	VN: Valor nominal
p.b.: Puntos básicos	WEO: World Economic Outlook
p.p.: Puntos porcentuales	WTI: West Texas Intermediate (petróleo de referencia en Argentina)
PAC: Política Automotriz Común	XN: Exportaciones Netas